

DeepSeek 推动国内 AI 生态发展，算力芯片适配、端侧创新等加速

推荐（维持）

半导体行业月度深度跟踪

DeepSeek R1 等国产大模型推出，引发华为昇腾、海光信息、寒武纪、龙芯中科等大芯片适配热潮，促进国产大模型+算力芯片的生态发展；华为/荣耀/OPPO 等手机品牌也纷纷接入，或成为手机创新下一个突破口；小模型推理能力提升及成本下降，AI 端应用落地及创新将持续加速。建议关注受益于国内 AI 生态发展的国产算力芯片、AI 端创新加速的 SoC/存储等环节、自主可控需求相对迫切的先进制造/设备/零部件/材料等上游环节，同时建议关注各科创指数和半导体指数核心成分股，景气复苏趋势下把握业绩增长有望延续的公司。

□ 行情回顾：1 月 A 股半导体指数跑输中国台湾半导体指数及费城半导体指数。

1 月，半导体（SW）行业指数-1.59%，同期电子（SW）行业指数-0.27%，费城半导体指数/中国台湾半导体指数+0.72%/+4.71%。

□ 行业景气跟踪：消费类需求边际转暖，工业类需求整体复苏仍然乏力。

1、需求端：消费电子行业需求弱复苏，AI/汽车等驱动端侧应用创新。手机：24 年全球智能手机出货同比+6%，25 年预计延续增长；国内消费补贴政策效果较佳，关注 3C 产品补贴及“两新”政策扩围等对国内手机市场需求的带动。PC：24Q4 全球 PC 出货量同比+1.8%/环比持平，24 年 PC 出货略增 1%，预计 2025 年持续增长；关注包含 DeepSeek 模型等在内的 AI 应用对硬件终端厂商的发展驱动。可穿戴：24 年全球 AI 眼镜销量逐季高增，关注小米、三星等大厂新品发布情况；此外伴随 DeepSeek 模型部署成本降低利好 AI 功能优化，关注耳机/手表等可穿戴产业链。XR：需求仍显疲软，24Q4 全球 VR/AR 销量同比+10%/-8%至 332/17.5 万台，关注 AR 与 AI 融合创新。服务器：信骅 1 月营收同比+143%/环比+13%，北美主要云厂对于 2025 年 capex 指引仍保持乐观增长态势。汽车：25M1 国内乘用车销量同环比下降，关注比亚迪等车企为代表的国内高阶智驾渗透趋势。

2、库存端：全球工业和汽车领域客户整体仍在库存去化中。全球手机链芯片大厂 24Q4 库存环比微增/库存周转天数环比微降，PC 链芯片厂商英特尔、AMD 24Q4 库存和 DOI 环比上升，英特尔表示 PC 行业库存去化仍在进行，AMD 表示 Q4 微软和索尼还在持续致力于减少渠道库存。全球模拟芯片和功率器件厂商库存 24Q4 环比仍有增长，英飞凌表示汽车供应链库存去化仍是限制营收增长的主要拖累因素，全球工业和汽车领域客户整体仍在库存去化中但是正逐渐减弱，消费类客户库存水平相对正常。

□ 3、供给端：台积电 2025 年加速扩产先进制程，存储原厂 Capex 加码高端存储器。1) 逻辑端，台积电 2024 年资本支出为 298 亿美元，2025 年预计 380-420 亿美金之间，公司美国亚利桑那州第一座晶圆厂采用 4nm 制程，于 24Q4 进入大规模生产阶段，中国台湾产线加大力度扩充 3nm 产能，为多座 2nm 晶圆厂做准备；成熟制程晶圆厂扩产计划较为保守，UMC 2024 全年资本支出略超 28 亿美元，低于此前指引的 30 亿美元，指引 2025 年资本支出为 18 亿美元，由于公司 12i P3 新厂建设完毕，产能爬坡如期进行，因此预计未来资本开支不会增长；中芯国际 2024 年资本开支 73.3 亿美元，指引 2024 年同比持平；2) 存储端，三星预计 2025 年 HBM 位元供应量同比翻倍增长；美光 2024 财年资本支出为 81 亿美元，预计 2025 财年为 140±5 亿美元，主要投资 1β 和 1γ nm 节点 DRAM；SK 海力士指引 2025 年资本开支同比增长有限，但用于 HBM 新产线基础设施支出预计同比显著增长。

□ 4、价格端：1 月整体存储价格整体下滑，MCU 价格依然筑底。1) 存储：存储市场供过于求的情况在 25Q1 凸显，上游存储器原厂报价逐渐松动，导致现货和合约市场价格均下跌。从主流型号来看，部分存储模组厂商 DDR4 库存尚未完全去化，1 月 DDR4 8Gb(1G*8)价格环比持平，DDR4 16Gb(2G*8)

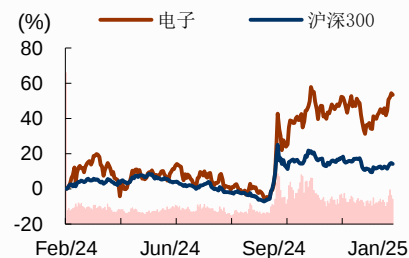
TMT 及中小盘/电子

行业规模

		占比%
股票家数（只）	501	9.8
总市值（十亿元）	9140.1	10.7
流通市值（十亿元）	7717.6	10.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	11.6	51.8	69.0
相对表现	7.5	35.2	53.6



相关报告

- 1、《半导体行业月度深度跟踪：AI 与自主可控主线持续催化，关注算力需求、端侧创新、国产替代等机遇》2025-01-13
- 2、《半导体行业月度深度跟踪：美国出口管制逐步升级，持续关注自主可控和国产替代进程》2024-12-09
- 3、《半导体行业月度深度跟踪：自主可控需求长期趋势不变，关注产业链卡脖子环节和核心公司》2024-11-12
- 4、《半导体行业月度深度跟踪—消费类新品渐入密集发布期，关注产业链拉货节奏和自主可控趋势》2024-10-14
- 5、《半导体行业月度深度跟踪—国外公司中报表现分化，关注下半年景气度持续性和新品浪潮》2024-09-05

鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
王恬 S1090522090002
wangtian2@cmschina.com.cn
湛薇 S1090524070008
shenwei3@cmschina.com.cn
王虹宇 研究助理
wanghongyu@cmschina.com.cn
赵琳 研究助理
zhaolin3@cmschina.com.cn

价格环比下跌 2.5%; 由于 DDR5 供给紧张状况舒缓, 1 月 DDR5 16Gb(2G*8) 价格环比涨幅收敛至 0.43%; 由于 NAND 厂商持续出清库存, 同时对后续拉货需求持保守态度, 2025 年 1 月价格环比继续下滑; **2) MCU:** 价格持续筑底, 但反弹时间仍待观望; **3) 模拟芯片:** 传感器类产品的交货周期和价格趋势和 24Q3 环比相当, 开关稳压器、信号链和多源模拟/电源的最长交货周期相对于 24Q3 环比有一定程度的下降, 国内模拟芯片价格情况整体相对稳定, 暂时未见明显涨价趋势; **4) 功率器件:** 低压 MOS 产品价格有望逐步迎来复苏, IGBT 产品仍面临一定的价格压力。

5、销售端: 2024 年 12 月全球半导体月度销售额环比转跌。SIA 表示, 全球半导体市场 2024 年 12 月销售额为 569.7 亿美元, 环比下滑 1.16%, 同比增长 17.1%, 环比下滑主要受到非美洲市场销售额回调的影响。

□ **产业链跟踪: 产业链部分环节边际改善明显, 关注景气复苏和 AI 链持续性。**

1、设计/IDM: 消费等领域需求复苏带动成长, 关注复苏持续性和 AI 需求。

1) 处理器: DeepSeek 火爆引发大芯片公司适配热潮。CPU 厂商 AMD 和英特尔 25Q1 营收指引表现分化, AMD 表示 2025 年 PC 市场 TAM 同比实现中个位数增长, 英特尔强调 AI 领域提供机架级完整解决方案的重要性。

DeepSeek 引发全球 AI 热潮, 国内华为昇腾、寒武纪、海光信息、龙芯中科等 GPU/CPU 公司均已支持适配, 建议持续关注低成本开源大模型对于国内算力芯片出货的拉动。**AMD:** 本季数据中心部门营收环比仅+11%, 全年 AI 营收超 50 亿美元。**联发科:** 24Q4 天玑 9400 放量助力营收同环比增长, 预计 25Q1 营收同环比将出现优于季节性的成长。国内 SoC 公司如恒玄科技、瑞芯微、中科蓝讯、炬芯科技、全志科技等积极布局 AI 眼镜、AI 耳机、AI 玩具等端侧 AI 应用, 关注行业复苏趋势及细分赛道进展。

2) MCU: 行业价格趋于稳定, 但订单能见度不高。从需求侧看, 24Q4 消费、汽车、工业类需求回暖一直不明显, 尽管代理商和客户库存陆续去化, 但整体来看, 目前 MCU 厂商接单均以急单短单为主, 订单能见度不明朗; 从供给侧看, 产业内部积极与晶圆厂进行谈判, 但进一步降低成本的空间有限。当前 MCU 行业依然处于供过于求的状态, 价格趋于稳定, 但部分产品线价格竞争相对激烈。

3) 存储: HBM 景气延续, 端侧创新加速。近期北美互联网云厂商 2025 年资本支出预期同比高增长, 存储三大原厂 HBM 产能预计持续爬坡, 美光将 2025 年 HBM 市场规模指引从 250 亿美元提升至 300 亿美元; 算力下沉至边缘端, 端侧存储扩容趋势确立、存算一体等方案创新加速。从 2024 年全年来看, 由于出货量改善、部分产品价格企稳回升、减值损失计提减少等, 国内利基存储芯片公司收入和利润均有不同程度同比增长; 从 24Q4 单季度来看, 多数公司收入和利润同比增长明显, 但环比表现分化。按照业绩预告指引, 兆易、普冉、恒烁等 Q4 利润环比下滑, 可能系价格表现平稳、但年底费用计提较多等影响; 聚辰由于产品结构改善、出货量提升等, 24Q4 利润表现较好。

4) 模拟: 24 年全年行业竞争压力持续, 国内部分上市公司已实现利润同比改善。TI/MPS 分别预计 25Q1 营收同比+6.6%/+35.4%, TI 表示全球工业领域需求均未看到周期性增长, 中国也不例外, 24Q4 中国汽车市场表现强劲。2024 年国内模拟芯片营收同比增长相对明显, 部分公司如圣邦、艾为、天德钰、龙迅等全年利润实现同比增长, 但行业整体受竞争等因素影响带来的价格承压和毛利率下降现象仍较为普遍, 纳芯微和思瑞浦等公司全年业绩仍处亏损状态, 需要关注 2025 年各下游复苏进度。AI 方面建议关注在服务器领域有新品推出放量的杰华特等公司。收并购方面, 南芯拟 1.6 亿元收购端侧 MCU 公司珠海昇生微 100% 股权, 补充 MCU 能力提供更完整端到端解决方案。

5) 射频: 国内市场竞争压力仍大, 关注国内龙头 LPAMiD 新品进展。稳懋 25M1 营收同比-22%/环比-4.3%; Qorvo 24CQ4 营收同比-15%/环比-12%, 主要受安卓中端智能手机向入门级转变影响, 公司预计 25CQ1 营收同环比持续下降, 且 FY26、FY27 公司 ACG 业务中的安卓 5G 收入将逐年下降。国内卓胜微、稳懋 24Q4 营收及归母净利润同环比持续下降, 主要系行业竞争激烈、价格压力较大所致, 建议关注滤波器、L-PAMiD 等高端品类国产替代。

6) CIS: 国内厂商进军高端产品线, 安卓阵营同比增长持续。24M12 大陆光学公司舜宇手机镜头出货量同比-1.9%/环比-5.6%, 中国台湾光学厂商 24M12 总体营收同比+7%/环比-11%。国内厂商韦尔股份、思特威等新品持续突破、国产替代加速; 其中韦尔股份 24Q4 预计归母净利润同比高增, 主要受益于高端智能手机和汽车渗透提升; 思特威 24Q4 营收同比+47%~+75%/环比-9%~+8%, 多客户合作持续加深; 格科微 24Q4 归母净利润同环比转正。

7) 功率半导体: 国际大厂指引相对谨慎, 国内高压类公司面临的竞争环境仍相对激烈。国际功率大厂英飞凌/ST/ Wolfspeed 预计 25Q1 营收分别同比-0.8%/-27.7%/-8%, 英飞凌表示汽车和工业领域的库存调整仍在继续但是力度正逐渐减弱, 许多消费类库存已恢复正常, 英飞凌预计 FY25 将实现 6 亿欧元的 AI 营收, AI 服务器电源领域市场份额达到 35%-40%, FY27 达 10 亿欧元, 2025 年公司 AI 类电源业务需求将持续推动增长。2024 年国内中低压 MOS 行业逐步复苏, 高压产品如 IGBT 和超结 MOS 竞争仍相对激烈, 车规级模块产品价格压力仍然较大, 新能源光伏仍待复苏。士兰微、闻泰、芯联集成、捷捷微电公司利润或毛利率均能有所改善, 东微和宏微等高压类公司受竞争影响毛利率压力较大。

2、代工: 台积电指引 AI 需求向好, 中芯国际表示近期急单需求增多。TSMC 表示 3/5nm 需求持续强劲, 24Q4 产能利用率环比提升; UMC 24Q4 产能利用率 70%, 环比-1pct, 略好于 67-69%的指引, 其中 22/28nm 产能利用率高于均值, 指引 25Q1 产能利用率 70%环比持平, 好于传统季节性表现; SMIC 表示四季度为传统淡季, 但出货量未受太大影响, 公司预计释放 3 万片/月的产能, 新产能验证导致整体稼动率环比下滑; SMIC 24Q4 产能利用率为 85.5%, 环比-5pcts, 主要系新产能验证拖累。台积电预计 2025 年面向 AI 加速芯片的收入将同比翻倍。从 2024 年开始, 在未来五年内, 公司预计来自 AI 加速芯片的营收 CAGR 将接近 45%; 中芯国际表示近期急单增多, 主要系客户因国际形势和国内消费刺激政策而提前备货。

3、封测: 国内封测大厂 24 全年利润改善明显, 长电预计 2025 年 capex 投入 85 亿元。通富微电 2024 年归母净利润预计 6.2-7.5 亿元, 全年产能利用率提升, 中高端产品营收增加明显。华天科技 2024 年归母预计 5.5-6.3 亿元, 全年公司订单增长, 产能利用率提升。长电科技计划 2025 年固定资产投资人民币 85 亿元 (2024 年为 60 亿元), 主要用于产能扩充、研发投入和基础设施建设等。甬矽 24Q4 营收环比+14%, 作为国内众多 SoC 类客户的第一供应商, 积极拓展中国台湾地区、欧美客户和国内 HPC、汽车电子等领域客户。

4、设备&材料&零部件: 2025 年自主可控为主线, 同时关注新品放量、工艺覆盖度提升等进展。2025 年 2 月 3 日, 美国参议员致信美国商务部长, 要求采取具体步骤以加强出口管制, 包括加强 AI 扩散规则、限制 H2O 和同等芯片、打击芯片走私, 以及将长鑫存储列入实体清单中。**1) 设备端:** 收入和业绩表现稳中有升, 部分厂商平台化进程和新品拓展加速。①24Q4 国内半导体设备厂商收入基本均实现同环比增长, 拓荆科技、中科飞测等由于订单旺盛、新品快速放量等收入增速超平均; 24Q4 单季业绩表现分化, 主要系研发、股权激励费用等影响; ②部分细分领域新品进展加速, 例如拓荆多款新工艺设备实现产业化应用并获得重复订单、中科飞测明暗场设备均实现小批量出货、精智达近日与某客户签订共计 3.222 亿元的半导体测试设备采购订单;**2) 零部件:** 海内外业务景气延续, 自主可控迎来新契机。2025 海外设备景气复苏, 叠加零部件国产替代持续深化, 海外业务收入有望恢复增长, 国内业务有望迎来订单加速期, 同时期待规模效应显现后利润加速成长; 24Q4 新莱应材、正帆科技等收入利润同环比稳健增长, 珂玛科技由于陶瓷加热器快速放量而收入同比高增长; 自美国政府对中国大陆收紧出口管制以来, 国产零部件自主可控空间进程加速, 例如近期富创精密拟投资深圳冠华半导体, 以实现气柜模组等产品的 MFC 部件的供应链安全;**3) 材料:** 传统产品伴随下游稼动率提升而复苏, 新品逐步进入放量期。半导体材料景气度伴随下游 Fab 稼动率波动, 2024 年以来, 国内 Fab 稼动率持续复苏, 进而带动国内部分材料厂商收入业绩边际改善。同时, 如安集等公司新品持续放量, 江丰电子、路维光电、

清溢光电等公司在突破产能瓶颈之后，部分产品有望加速放量。

5、EDA/IP：芯原股份在智能汽车和 AI 终端类市场积极布局。芯原在智能汽车、AR/VR 等增量市场积极布局已经为多家国际行业巨头提供技术和服务，目前集成芯原 NPU IP 的 AI 类芯片在全球出货已超 1 亿颗。

□ **投资建议：**美国 BIS 在 2024 年 12 月《出口管制条例》（EAR）实体清单中增加了 140 家中国公司，并且在 2025 年 1 月进一步增加了 11 家中国实体，展望未来出口管制预计进一步收紧。本次美国出口管制升级，自主可控和国产替代需求迫切。从确定性、景气度和估值三因素框架下，重点聚焦三条主线：①关注算力需求爆发叠加自主可控逻辑持续加强的 GPU、代工、设备、封测、材料和上游 EDA/IP 等公司（该部分亦包含众多指数核心成分股）；②把握 AI 终端等消费电子和智能车等新品带来的产业链机会；③把握确定性+估值组合，关注业绩向好趋势能见度较高的设计公司：

- 1) **算力产业链：**建议关注国产自主算力大芯片厂商以及受益于边际复苏及 AI 服务器需求提升的存储产业链标的如海光信息、寒武纪、龙芯中科、澜起科技、聚辰股份等；建议关注受益于 AI 端侧创新的 SoC 厂商如恒玄科技、乐鑫科技、瑞芯微、中科蓝讯、炬芯科技、全志科技，存储厂商如兆易创新、普冉股份、东芯股份、聚辰股份、恒烁股份等；
- 2) **设备&材料&零部件：**国内先进制程和存储扩产加速，国内厂商签单边际改善，同时美国出口管制逐步加剧，上游国产化需求迫切。建议关注 1) 设备：受益于国产替代的半导体设备龙头北方华创、中微公司、拓荆科技、华海清科、盛美上海等，以及国产化率较低的中科飞测、芯源微等；2) 零部件：设备零部件龙头富创精密、新莱应材、英杰电气、正帆科技、珂玛科技等，以及光刻机零部件产业链的茂莱光学、福光股份、福晶科技、永新光学、张江高科等；3) 材料：国产化率持续突破的标的如彤程新材、安集科技、江丰电子、雅克科技、龙图光罩、路维光电、清溢光电等；
- 3) **制造和封测：**关注国内制程布局相对先进的中芯国际等，关注在先进封测领域布局的通富微电、长电科技、甬矽电子、伟测科技、华天科技以及有望受益于行业整体复苏的汇成股份、顾中科技、晶方科技、气派科技、蓝箭电子、利扬芯片等；
- 4) **EDA/IP：**关注国产 EDA 软件自主可控的华大九天、概伦电子、广立微和有望受益于 Chiplet 趋势的芯原股份等；
- 5) **消费类 IC：**SoC 类建议关注受益于产品结构加速调整的恒玄科技、晶晨股份、瑞芯微、乐鑫科技、炬芯科技等。建议关注手机复苏和高端品类国产替代对卓胜微、韦尔股份、唯捷创芯、格科微、思特威、慧智微等公司的拉动，同时建议关注 AI 智能终端新品的拉动；
- 6) **模拟芯片：**建议关注受益于消费类需求复苏的圣邦股份、艾为电子等，建议关注具备新品突破逻辑和业绩增速相对较好的天德钰、龙迅股份等，同时关注在收并购上具有实质性动作的思瑞浦和纳芯微等；
- 7) **功率半导体：**考虑到前期中低端产品降幅较大，建议关注受价格情况变化和 demand 复苏影响的新洁能、扬杰科技等，建议关注受行业竞争格局变化影响的时代电气、斯达半导、宏微科技、东微半导、士兰微等；
- 8) **MCU：**关注有望受益于未来需求复苏的兆易创新、芯海科技、峰岷科技、钜泉科技、中微半导、国芯科技等；
- 9) **存储芯片&模组&主控：**部分消费类存储价格有调整，高端 DDR5、HBM 等价格持续上涨。关注受益于出货量持续改善的存储芯片厂商兆易创新、普冉股份、聚辰股份、东芯股份、恒烁股份等，以及存储模组和主控厂商江波龙、佰维存储、朗科科技、德明利等；
- 10) **特种 IC：**行业景气度逐步触底，各公司新品持续突破放量，建议关注紫光国微、复旦微电、振华风光、振芯科技、臻镭科技、芯动联科等。

□ **风险提示：**终端需求不及预期；库存去化不及预期；半导体国产替代进程不及预期；行业竞争加剧等。

表 1: 半导体细分板块(按正文中分类排列)

细分领域	标的
服务器 IC	寒武纪、海光信息、景嘉微、龙芯中科、澜起科技、聚辰股份等
设备	北方华创、中微公司、拓荆科技、华海清科、盛美上海、芯源微、精测电子、中科飞测、万业企业、微导纳米、至纯科技、长川科技、华峰测控、京仪装备、晶升装备、金海通、精智达等
材料	沪硅产业、立昂微、安集科技、华特气体、金宏气体、广钢气体、中巨芯、中船特气、彤程新材、华懋科技、雅克科技、江丰电子、艾森股份、天承科技、华海诚科、联瑞新材、德邦科技、强力新材、兴森科技、路维光电、清溢光电、龙图光罩等
封测	通富微电、长电科技、甬矽电子、伟测科技、华天科技、汇成股份、顾中科技、晶方科技、气派科技、蓝箭电子、利扬芯片等
EDA/IP	华大九天、概伦电子、广立微、芯原股份、灿芯股份等
消费类 IC 产业链	卓胜微、唯捷创芯、慧智微、美芯晟、南芯科技、圣邦股份、艾为电子、力芯微、思特威、韦尔股份等
存储	兆易创新、普冉股份、东芯股份、恒烁股份、聚辰股份、江波龙、佰维存储、联芸科技、德明利、朗科科技、大为股份、有方科技、同有科技、深科技、香农芯创等
零部件	富创精密、新莱应材、英杰电气、正帆科技、珂玛科技、江丰电子、汉钟精机、华亚智能、茂莱光学、福晶科技、波长光电、腾景科技、福光股份、晶方科技、炬光科技等
SoC	恒玄科技、乐鑫科技、瑞芯微、晶晨股份、全志科技、中科蓝讯、泰凌微、安凯微等
模拟	圣邦股份、艾为电子、南芯科技、天德钰、龙迅股份、纳芯微、思瑞浦、杰华特、赛微微电、晶丰明源、美芯晟、裕太微、芯朋微、力芯微、希荻微、英集芯、明微电子、雅创电子、必易微、灿瑞科技、帝奥微、富满微、晶华微等
功率半导体	新洁能、扬杰科技、天岳先进、捷捷微电、时代电气、斯达半导、东微半导、宏微科技、士兰微、闻泰科技、华润微、派瑞股份、苏州固锟、华微电子、台基股份、银河微电、芯导科技、民德电子、三安光电、东尼电子等
MCU	兆易创新、芯海科技、峰岹科技、炬泉科技、中微半导、纳思达、国芯科技、中颖电子、乐鑫科技、国民技术、东软载波等
特种 IC	紫光国微、复旦微电、振华风光、振芯科技、臻镭科技、芯动联科等

资料来源：招商证券整理

正文目录

一、半导体板块行情回顾	11
二、行业景气跟踪：消费类需求边际转暖，工业类需求整体复苏仍然乏力	17
1、需求端：消费电子行业需求复苏，AI/汽车等驱动端侧应用创新	17
2、库存端：全球工业和汽车领域客户整体仍在库存去化中，消费类客户芯片库存正逐步趋于正常	24
3、供给端：台积电加速扩产先进制程，存储原厂 Capex 加码 HBM、DDR5 等高端存储器	26
4、价格端：1 月存储现货价普遍下滑，消费/工业等 MCU 价格仍处于筑底阶段	29
5、销售端：全球月度销售额 24M12 同比增幅达 17%，环比下滑	31
三、产业链跟踪：部分环节边际改善明显，关注国产替代和 AI 创新趋势	32
1、设计/IDM：AI 持续火热带动相关芯片需求，关注算力芯片和板块复苏带来的边际提升	32
（1）处理器：DeepSeek 引发大芯片适配热潮	32
（2）MCU：价格处于周期底部，订单能见度有限	36
（3）存储：HBM 景气持续，端侧产品加速创新	37
（4）模拟：24 全年表现可见行业竞争压力持续，国内部分上市公司已实现利润同比改善	43
（5）射频：国内市场竞争压力仍大，关注国内龙头 LPAMiD 新品进展	47
（6）CIS：国内厂商进军高端产品线，安卓阵营同比持续增长	49
（7）功率半导体：国际大厂指引相对谨慎，国内高压类公司面临的竞争环境仍相对激烈	49
2、代工：整体产能利用率温和复苏，先进制程需求旺盛	52
3、封测：国内封测大厂 24 全年利润改善明显，长电预计 2025 年 capex 投入 85 亿元	55
4、设备、零部件和材料：2025 年自主可控加速，关注新品放量、工艺覆盖度提升进展	56
（1）设备：先进制程扩产驱动国内厂商签单增长，关注各公司平台化布局、产业化投资及新品验证进展	56
（2）零部件：设备零部件去美化持续推进，看好 2025 年景气延续	61
（3）材料：伴随下游晶圆厂稼动率提升而景气改善，各厂商新品放量和国产替代加速	63
5、EDA/IP：芯原股份在智能汽车和 AI 终端类市场积极布局	67
四、行业政策、动态及重要公司公告	68
1、产业政策	68
2、行业动态	70
3、公司公告	72
五、估值及投资建议	75
1、估值分析	75
2、资金面分析	76

3、投资建议	76
--------------	----

图表目录

图 1: 全球主要半导体指数行情	11
图 2: 1 月电子 (SW) 各板块涨跌幅%	11
图 3: 电子 (SW) 各板块涨跌幅% (年初至今)	11
图 4: 半导体行业景气分析框架	17
图 5: 全球智能手机季度出货量 (IDC)	18
图 6: 国内智能手机季度出货量 (IDC)	18
图 7: 国内市场智能手机月度出货量	18
图 8: 国内 5G 手机月度出货量及占比	18
图 9: AI 手机生态系统及主要参与者	19
图 10: 全球 AI 手机出货量预测 (Canalys)	19
图 11: 全球 GenAI 手机出货量预测 (Counterpoint)	19
图 12: 全球 PC 季度出货量及增速	20
图 13: 中国台湾笔电代工厂月度总营收及增速	20
图 14: PC 需求展望 (第三方机构或 PC 链厂商)	20
图 15: 全球 AI 眼镜季度出货量 (万幅)	21
图 16: 国内外 AI 眼镜销量对比	21
图 17: 全球可穿戴设备出货量	21
图 18: 全球 TWS 耳机出货量	21
图 19: 全球 VR 头显季度出货量	22
图 20: 全球 AR 头显季度出货量	22
图 21: 2022-2028 年全球服务器出货量预估	23
图 22: 信骅月度营收及同比增速 (1 月)	23
图 23: 全球主要互联网厂商资本支出情况 (亿美元)	23
图 24: 中国乘用车月销量及同比增速	24
图 25: 中国新能源车月销量及同比增速	24
图 26: 产业链库存传导示意图	24
图 27: 小米和传音库存 (亿元) 及存货周转天数	24

图 28: 联想库存 (百万美元) 及存货周转天数	24
图 29: 海外手机链厂商库存 (百万美元) 及周转天数	25
图 30: 国内手机链厂商库存 (亿元) 及周转天数	25
图 31: PC 链芯片厂商库存 (百万美元) 和库存周转天数	25
图 32: 模拟芯片厂商库存 (百万美元) 和周转天数	26
图 33: 功率器件厂商库存 (百万美元) 和周转天数	26
图 34: MCU 和模拟芯片交期及价格趋势	30
图 35: 全球半导体销售情况 (十亿美元, 至 2024 年 12 月, 注: 销售金额为左轴)	31
图 36: 全球主要 CPU/GPU 厂商 24Q4 业绩情况及 25Q1 展望	32
图 37: AMD 分季度收入情况	33
图 38: AMD 分季度毛利率和净利率情况	33
图 39: 国内大芯片公司 2024 年业绩预告情况 (单位: 亿元)	33
图 40: 国内大芯片公司 24Q4 业绩预告情况 (单位: 亿元)	33
图 41: 华为昇腾模型库中的 DeepSeek	34
图 42: 高通全新骁龙 X 平台	35
图 43: Project DIGITS 项目	35
图 44: 中国台湾 MCU 厂商月度营收 (亿新台币) 及同比增速	37
图 45: 美光分季度营收及增速	39
图 46: 美光分季度毛利率及净利率	39
图 47: SK HYNIX 分季度收入情况	39
图 48: SK HYNIX 分季度净利润情况	39
图 49: 美光库存和存货周转天数 (加回存货减值, 亿美元)	40
图 50: SK 海力士库存和存货周转天数 (加回存货减值, 亿美元)	40
图 51: 中国台湾存储厂商月度营收 (亿新台币) 及增速	41
图 52: 国内利基存储芯片公司已披露业绩情况	42
图 53: 群联电子月度收入 (1 月, 亿新台币)	42
图 54: 创见信息月度收入 (1 月, 亿新台币)	42
图 55: 威刚工控月度收入 (1 月, 亿新台币)	43
图 56: 国内存储模组及主控芯片公司已披露业绩情况	43
图 57: 全球主要模拟芯片厂商 24Q4 财务情况及 25Q1 展望	44
图 58: 德州仪器分季度营收情况 (亿美元)	44

图 59: 德州仪器分季度毛利率及净利率	44
图 60: 国内模拟芯片公司 2024 年业绩预告情况 (单位: 亿元)	45
图 61: 国内模拟芯片公司 24Q4 业绩预告情况 (单位: 亿元)	46
图 62: 矽力杰月度营收及增速 (12 月)	46
图 63: 致新月度营收及增速 (12 月)	46
图 64: 敦泰月度营收及增速 (1 月)	47
图 65: 天钰月度营收及增速 (1 月)	47
图 66: 联咏月度营收及增速 (1 月)	47
图 67: 国内 5G 手机出货量及占比 (万台)	48
图 68: 稳懋月度营收	48
图 69: Qorvo 季度营收及增速	48
图 70: Qorvo 季度净利润及增速	48
图 71: 舜宇手机镜头及摄像模组出货量及增速	49
图 72: 台股光学板块公司营收合计 (亿元新台币)	49
图 73: 全球主要功率器件厂商 24Q4 业绩情况及 25Q1 展望	50
图 74: 英飞凌 FY16-FY24 年度营收 (亿欧元)	50
图 75: 英飞凌季度营收 (亿欧元) 及毛利率	50
图 76: 国内功率公司 2024 年业绩预告情况 (单位: 亿元)	51
图 77: 国内功率公司 24Q4 业绩预告情况 (单位: 亿元)	51
图 78: 台积电月度营收及增速 (1 月)	52
图 79: 联电月度营收及增速 (1 月)	52
图 80: 世界先进月度营收及增速 (1 月)	52
图 81: 力积电月度营收及增速 (1 月)	52
图 82: 稳懋月度营收及增速 (1 月)	53
图 83: 宏捷科技月度营收及增速 (1 月)	53
图 84: 国内封测公司 2024 年业绩预告情况 (单位: 亿元)	55
图 85: 国内封测公司 24Q4 业绩预告情况 (单位: 亿元)	55
图 86: 全球 12 英寸半导体设备销售额 (亿美元)	56
图 87: 日本半导体制造设备月度出货额 (亿日元)	57
图 88: ASML 各地区收入 (亿欧元) 及中国大陆占比	58
图 89: LAM 各地区收入 (百万美元) 及中国大陆占比	58
图 90: KLA 各地区收入 (百万美元) 及中国大陆占比	59

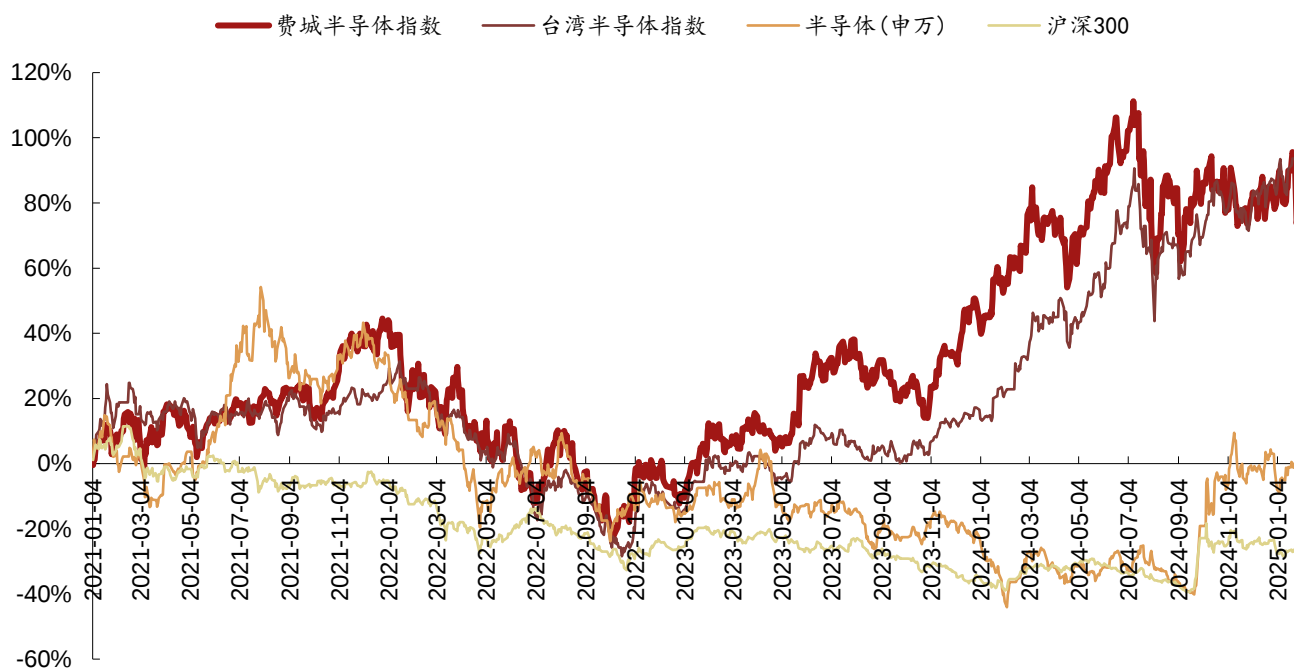
图 91: 中国进口荷兰光刻机总金额.....	59
图 92: 中国进口日本设备总金额	60
图 93: 国内半导体设备公司已披露业绩情况	60
图 94: 国内半导体零部件公司已披露业绩情况	62
图 95: 国内光刻机产业链标的（标红为上市公司）	63
图 96: 环球晶圆月度营收及增速（12 月）	63
图 97: 中美晶月度营收及增速（12 月）	63
图 98: 全球半导体晶圆出货量	64
图 99: 国内部分半导体材料公司 24Q4 业绩前瞻	66
图 100: 国内 EDA/IP 公司 2024 年业绩预告情况（单位：亿元）	67
图 101: 国内 EDA/IP 公司 24Q4 业绩预告情况（单位：亿元）	67
图 102: 半导体（SW）- PE Bands	75
图 103: 半导体各细分板块估值偏离度（采用 SW 行业）	75
图 104: 北向资金/市场半导体相关 ETF 资金流入流出情况和半导体板块涨跌幅的关系	76
图 105: 电子行业历史 PEBand	80
图 106: 电子行业历史 PBBand	80
表 1: 半导体细分板块（按正文中分类排列）	4
表 2: A/H 股半导体公司行情回顾	12
表 3: 全球半导体公司行情回顾	15
表 4: 存储原厂资本支出规划	28
表 5: 全球主要晶圆代工厂资本支出	29
表 6: 1 月部分存储型号现货价	29
表 7: 24Q4 及 25Q1 DRAM 合约价展望	29
表 8: 24Q4 及 25Q1 NAND Flash 合约价展望	30
表 9: 2024-2025 年 DRAM 位元供给增速预估	40
表 10: 24Q4-25Q4 成熟制程重大扩产计划	54
表 11: 半导体相关政策梳理	68
表 12: A/H 股半导体公司一览表	77

一、半导体板块行情回顾

2025 年 1 月，半导体 (SW) 行业指数-1.59%，同期电子 (SW) 行业指数-0.27%，沪深 300 指数-2.99%。

海外方面，2025 年 1 月费城半导体指数/中国台湾半导体指数+0.72%/+4.71%，A 股半导体指数跑输费城半导体指数和中国台湾半导体指数。

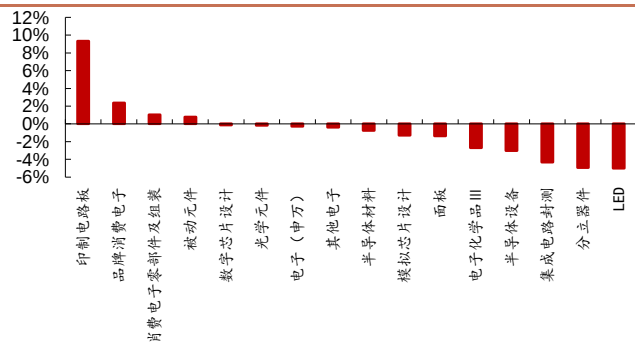
图 1：全球主要半导体指数行情



资料来源：同花顺、招商证券（截至 2025 年 1 月 31 日）

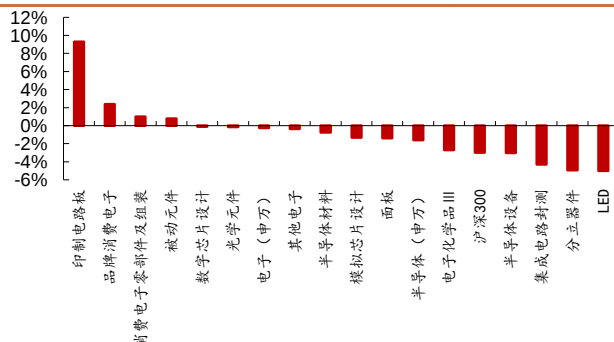
从细分板块看，1 月，半导体各细分板块涨幅分别为：印制电路板（9.30%）、品牌消费电子（2.37%）、消费电子零部件及组装（1.01%）、被动元件（0.76%）、数字芯片设计（-0.12%）、光学元件（-0.16%）、半导体材料（-0.74%）、模拟芯片设计（-1.30%）、面板（-1.37%）、电子化学品 III（-2.69%）、半导体设备（-3.01%）、集成电路封测（-4.30%）、分立器件（-4.92%）、LED（-5.00%）；同期电子 (SW) 指数-0.27%，细分板块印制电路板、品牌消费电子、数字芯片设计等跑赢电子 (SW) 指数，半导体材料、模拟芯片设计、半导体设备、集成电路封测、分立器件等跑输电子 (SW) 指数。

图 2：1 月电子 (SW) 各板块涨跌幅%



资料来源：同花顺、招商证券

图 3：电子 (SW) 各板块涨跌幅%（年初至今）



资料来源：同花顺、招商证券

1 月国内半导体公司股份价格上涨家数少于下跌家数，收益率前十的个股为 C 兴福 (+114.8%)、瑞芯微 (+49.5%)、博通集成 (+46.4%)、峰岬科技 (+33.0%)、汉威科技 (+30.9%)、翱捷科技-U (+28.5%)、安凯微 (+24.3%)、和林微纳 (+24.1%)、乐鑫科技 (+24.0%)、晶晨股份 (+22.2%)。

下跌最多的十支个股分别为利扬芯片 (-16.3%)、成都华微 (-16.2%)、甬矽电子 (-15.7%)、龙图光罩 (-15.1%)、海光信息 (-14.5%)、赛腾股份 (-14.3%)、闻泰科技 (-13.2%)、安路科技-U (-12.9%)、卓胜微 (-12.7%)、华大九天 (-12.5%)。

表 2: A/H 股半导体公司行情回顾

类型	代码	公司	市值 (亿元)	12 月涨跌幅 (%)	1 月涨跌幅 (%)	2025 全年涨跌 幅 (%)	PE-TTM	PB-MRQ
设计	688041.SH	海光信息	3,308	19.1	-14.5	-14.5	175	17
设计	603501.SH	韦尔股份	1,439	5.8	1.1	1.1	56	6
设计	603986.SH	兆易创新	894	24.5	19.3	19.3	160	6
设计	688008.SH	澜起科技	831	0.8	0.2	0.2	70	8
设计	603893.SH	瑞芯微	809	30.6	49.5	49.5	198	24
设计	002049.SZ	紫光国微	544	-2.4	-8.2	-8.2	36	5
设计	300782.SZ	卓胜微	454	-3.3	-12.7	-12.7	62	4
设计	688608.SH	恒玄科技	452	16.6	22.0	22.0	153	7
设计	300661.SZ	圣邦股份	430	-6.8	3.2	3.2	101	10
设计	002180.SZ	纳思达	394	5.6	-9.7	-9.7	-7	4
设计	603160.SH	汇顶科技	379	-1.5	-2.0	-2.0	63	4
设计	688728.SH	格科微	377	-15.9	2.9	2.9	5,687	5
设计	301536.SZ	星宸科技	375	83.3	1.9	1.9	176	13
设计	688099.SH	晶晨股份	366	-0.2	22.2	22.2	47	6
设计	688213.SH	思特威	343	9.1	1.9	1.9	97	8
设计	300458.SZ	全志科技	338	9.3	21.7	21.7	174	11
设计	688220.SH	翱捷科技-U	322	38.4	28.5	28.5	-66	5
设计	688375.SH	国博电子	299	-6.2	-8.7	-8.7	65	5
设计	688018.SH	乐鑫科技	288	44.9	24.0	24.0	96	14
设计	600171.SH	上海贝岭	276	3.1	-9.0	-9.0	89	6
设计	688385.SH	复旦微电	258	-7.7	-8.3	-8.3	65	6
设计	688582.SH	芯动联科	236	4.8	9.3	9.3	114	11
设计	688449.SH	联芸科技	221	-19.9	1.1	1.1	175	36
设计	688052.SH	纳芯微	219	9.7	4.9	4.9	-47	4
设计	603290.SH	斯达半导	217	-10.5	-6.5	-6.5	32	3
设计	688279.SH	峰岬科技	206	3.9	33.0	33.0	88	8
设计	688709.SH	成都华微	193	27.3	-16.2	-16.2	95	7
设计	688798.SH	艾为电子	178	-10.2	3.4	3.4	53	5
设计	300613.SZ	富瀚微	169	24.3	7.9	7.9	65	7
设计	688141.SH	杰华特	167	36.0	0.5	0.5	-25	7
设计	300672.SZ	国科微	161	-0.4	-4.9	-4.9	184	4
设计	688153.SH	唯捷创芯-U	161	-16.3	-5.3	-5.3	173	4
设计	688484.SH	南芯科技	159	-6.8	-1.3	-1.3	45	4
设计	688332.SH	中科蓝讯	158	6.0	9.6	9.6	61	4
设计	300077.SZ	国民技术	146	-21.3	-7.1	-7.1	-40	14
设计	605111.SH	新洁能	140	-3.1	-5.4	-5.4	32	4
设计	688486.SH	龙迅股份	129	25.1	15.1	15.1	102	9
设计	300184.SZ	力源信息	129	-11.3	-1.8	-1.8	141	3
设计	688536.SH	思瑞浦	125	-13.5	-5.9	-5.9	-83	2
设计	688380.SH	中微半导	124	7.4	3.9	3.9	130	4

类型	代码	公司	市值 (亿元)	12 月涨跌幅 (%)	1 月涨跌幅 (%)	2025 全年涨跌幅 (%)	PE-TTM	PB-MRQ
设计	688766.SH	普冉股份	122	14.0	6.9	6.9	44	6
设计	688110.SH	东芯股份	122	8.5	-0.8	-0.8	-42	4
设计	688107.SH	安路科技-U	120	1.4	-12.9	-12.9	-55	9
设计	688123.SH	聚辰股份	119	2.4	17.3	17.3	52	6
设计	688498.SH	源杰科技	117	-6.0	8.5	8.5	-4,659	6
设计	688252.SH	天德钰	106	4.3	2.4	2.4	46	5
设计	688262.SH	国芯科技	103	-22.0	-6.6	-6.6	-43	5
设计	688439.SH	振华风光	102	-10.0	-7.7	-7.7	22	2
设计	300053.SZ	欧比特	98	-16.7	-7.6	-7.6	-18	5
设计	688593.SH	新相微	97	-8.6	12.2	12.2	-8,190	6
设计	688515.SH	裕太微	85	10.8	-10.5	-10.5	-56	5
设计	300327.SZ	中颖电子	85	-3.5	-4.9	-4.9	48	5
设计	688620.SH	安凯微	82	5.5	24.3	24.3	-887	6
设计	688209.SH	英集芯	82	-8.7	4.1	4.1	80	4
设计	688270.SH	臻镭科技	81	-20.3	-5.7	-5.7	173	4
设计	688368.SH	晶丰明源	80	-2.2	-8.2	-8.2	-73	6
设计	300671.SZ	富满电子	78	-7.3	-10.5	-10.5	-28	4
设计	688049.SH	炬芯科技-U	76	12.2	0.9	0.9	85	4
设计	688508.SH	芯朋微	64	-5.7	9.9	9.9	84	3
设计	603068.SH	博通集成	62	-2.6	46.4	46.4	-164	4
设计	688601.SH	力芯微	59	-14.0	-3.5	-3.5	33	5
设计	688230.SH	芯导科技	57	-5.7	-1.6	-1.6	49	3
设计	688595.SH	芯海科技	56	-14.2	-6.8	-6.8	-33	8
设计	688261.SH	东微半导	53	-12.6	-8.8	-8.8	137	2
设计	688512.SH	慧智微	49	-26.2	-5.8	-5.8	-12	3
设计	688173.SH	希荻微	48	-18.8	-9.7	-9.7	-18	3
设计	688381.SH	帝奥微	47	-4.8	-10.9	-10.9	7,397	2
设计	688325.SH	赛微微电	44	0.0	-0.2	-0.2	44	3
设计	688699.SH	明微电子	41	-4.7	-6.9	-6.9	1,201	3
设计	688458.SH	美芯晟	40	-2.2	-0.7	-0.7	-497	2
设计	688416.SH	恒烁股份	40	11.9	-8.6	-8.6	-22	3
设计	688286.SH	敏芯股份	40	4.1	16.8	16.8	-58	4
设计	688711.SH	宏微科技	38	-15.3	-7.2	-7.2	110	3
设计	603375.SH	盛景微	38	-13.4	-6.2	-6.2	40	2
设计	688391.SH	钜泉科技	35	-7.6	-5.1	-5.1	42	2
设计	688061.SH	灿瑞科技	35	-5.6	-3.6	-3.6	1,649	1
设计	688589.SH	力合微	33	-4.0	-10.3	-10.3	44	4
设计	688130.SH	晶华微	25	2.7	-8.6	-8.6	-78	2
设备	002371.SZ	北方华创	2,167	-5.9	-3.6	-3.6	40	7
设备	688012.SH	中微公司	1,190	-14.8	-4.8	-4.8	77	6
设备	688082.SH	盛美上海	452	-13.8	-2.2	-2.2	45	6
设备	688072.SH	拓荆科技	447	-22.9	-7.2	-7.2	67	9
设备	300316.SZ	晶盛机电	420	-8.4	-4.1	-4.1	10	2
设备	688361.SH	中科飞测	312	-13.5	2.0	2.0	3,344	13
设备	300604.SZ	长川科技	290	-3.4	0.2	0.2	72	9
设备	300567.SZ	精测电子	181	-9.4	-10.1	-10.1	74	6
设备	688037.SH	芯源微	178	-18.7	-10.5	-10.5	129	7
设备	688409.SH	富创精密	167	-16.5	-2.2	-2.2	74	4
设备	688200.SH	华峰测控	161	-9.6	20.6	20.6	60	5
设备	301297.SZ	富乐德	149	-10.5	-5.1	-5.1	147	10
设备	600641.SH	万业企业	146	-21.4	1.4	1.4	-331	2

类型	代码	公司	市值 (亿元)	12 月涨跌幅 (%)	1 月涨跌幅 (%)	2025 全年涨跌幅 (%)	PE-TTM	PB-MRQ
设备	688502.SH	茂莱光学	144	-24.8	17.2	17.2	411	12
设备	688001.SH	华兴源创	138	-14.2	10.4	10.4	-5,914	4
设备	603283.SH	赛腾股份	126	-11.0	-14.3	-14.3	17	4
设备	688147.SH	微导纳米	124	-9.8	-8.3	-8.3	47	5
设备	603690.SH	至纯科技	96	-4.1	-9.6	-9.6	26	2
设备	603061.SH	金海通	47	-8.2	11.2	11.2	61	4
设备	688478.SH	晶升股份	43	-14.4	0.0	0.0	52	3
设备	301369.SZ	联动科技	41	-13.0	-2.4	-2.4	159	3
设备	688419.SH	耐科装备	28	-10.7	6.3	6.3	36	3
封测	600584.SH	长电科技	743	4.8	-5.0	-5.0	47	3
封测	002156.SZ	通富微电	457	-1.5	-4.2	-4.2	58	3
封测	002185.SZ	华天科技	377	-1.9	-3.0	-3.0	75	2
封测	601231.SH	环旭电子	348	16.4	-5.3	-5.3	19	2
封测	000021.SZ	深科技	320	-5.5	0.2	0.2	37	3
封测	603005.SH	晶方科技	205	3.0	-0.9	-0.9	91	5
封测	002436.SZ	兴森科技	202	-6.3	-3.4	-3.4	-1,864	4
封测	600667.SH	太极实业	151	-8.2	-2.2	-2.2	23	2
封测	688362.SH	甬矽电子	121	15.3	-15.7	-15.7	176	5
封测	688372.SH	伟测科技	88	-7.1	21.2	21.2	97	3
封测	688403.SH	汇成股份	76	-4.9	-5.2	-5.2	49	2
封测	688661.SH	和林微纳	47	-3.1	24.1	24.1	-518	4
封测	688135.SH	利扬芯片	40	6.2	-16.3	-16.3	-205	4
封测	688216.SH	气派科技	24	-2.1	-6.9	-6.9	-26	3
代工	688981.SH	中芯国际	4,701	5.0	-0.7	-0.7	215	6
代工	1347.HK	华虹半导体	530	5.4	5.5	5.5	51	1
代工	688249.SH	晶合集成	484	-11.1	-0.2	-0.2	106	2
代工	688469.SH	中芯集成	347	-13.1	-10.1	-10.1	-27	3
代工	300456.SZ	赛微电子	133	-14.3	-5.5	-5.5	-502	3
存储	301308.SZ	江波龙	368	-2.6	-3.4	-3.4	60	6
存储	688525.SH	佰维存储	280	3.7	-4.0	-4.0	319	11
材料	688126.SH	沪硅产业-U	504	-12.7	-5.3	-5.3	-90	4
材料	002129.SZ	中环股份	367	-15.7	-5.9	-5.9	-4	1
材料	002409.SZ	雅克科技	295	-9.7	3.2	3.2	35	4
材料	301611.SZ	珂玛科技	265	-13.1	-4.5	-4.5	106	18
材料	688234.SH	天岳先进-U	250	-14.7	12.1	12.1	151	5
材料	300346.SZ	南大光电	223	-1.6	-4.9	-4.9	85	9
材料	300395.SZ	菲利华	200	-10.6	-0.3	-0.3	55	5
材料	688019.SH	安集科技	199	-10.0	4.6	4.6	41	8
材料	300666.SZ	江丰电子	189	-8.0	1.2	1.2	54	4
材料	605358.SH	立昂微	168	-6.9	-7.8	-7.8	-96	2
材料	688146.SH	中船特气	153	-8.4	-2.9	-2.9	48	3
材料	002617.SZ	露笑科技	152	14.5	-2.9	-2.9	86	3
材料	603688.SH	石英股份	147	-2.3	-8.4	-8.4	13	3
材料	300576.SZ	容大感光	145	-11.3	-2.4	-2.4	130	11
材料	688432.SH	有研硅	141	-8.0	-6.2	-6.2	62	3
材料	688584.SH	上海合晶	121	-7.5	-10.5	-10.5	108	3
材料	300236.SZ	上海新阳	119	-4.8	-2.0	-2.0	65	3
材料	688545.SH	C 兴福	102	0.0	114.8	114.8	67	6
材料	300398.SZ	飞凯材料	88	-15.3	0.6	0.6	82	2
材料	688535.SH	华海诚科	76	-9.3	9.3	9.3	176	7
材料	688721.SH	龙图光罩	73	-11.2	-15.1	-15.1	79	6

类型	代码	公司	市值 (亿元)	12 月涨跌幅 (%)	1 月涨跌幅 (%)	2025 全年涨跌 幅 (%)	PE-TTM	PB-MRQ
材料	688138.SH	清溢光电	73	-9.5	13.1	13.1	45	5
材料	603078.SH	江化微	70	-18.6	-4.4	-4.4	76	4
材料	688035.SH	德邦科技	57	-3.2	-0.4	-0.4	72	3
材料	688268.SH	华特气体	56	-12.0	-4.4	-4.4	31	3
材料	688401.SH	路维光电	55	-5.2	-3.2	-3.2	34	4
材料	003026.SZ	中晶科技	43	-16.4	-7.0	-7.0	-3,194	7
材料	688233.SH	神工股份	41	-9.1	-1.5	-1.5	-9,792	2
材料	300706.SZ	阿石创	36	-3.9	-9.9	-9.9	434	5
材料	688720.SH	艾森股份	36	-14.9	3.6	3.6	95	4
材料	688530.SH	欧莱新材	31	-11.9	-6.3	-6.3	196	4
IDM	688396.SH	华润微	623	-6.3	-3.4	-3.4	68	3
IDM	600703.SH	三安光电	608	-5.9	-5.8	-5.8	138	2
IDM	3898.HK	时代电气	544	19.1	-8.4	-8.4	11	1
IDM	600745.SH	闻泰科技	448	-4.7	-13.2	-13.2	-89	1
IDM	600460.SH	士兰微	446	-6.0	-3.7	-3.7	245	4
IDM	300623.SZ	捷捷微电	290	-4.9	-2.8	-2.8	71	8
IDM	688172.SH	燕东微	253	-17.8	-5.1	-5.1	-1,429	2
IDM	688002.SH	睿创微纳	248	-2.1	6.0	6.0	42	5
IDM	300373.SZ	扬杰科技	242	-3.9	-0.7	-0.7	25	3
IDM	300007.SZ	汉威科技	94	7.3	30.9	30.9	99	3
IDM	002079.SZ	苏州固锟	85	-5.8	-2.7	-2.7	77	3
IDM	300046.SZ	台基股份	83	-12.3	-12.5	-12.5	666	7
IDM	600360.SH	华微电子	50	-8.9	8.7	8.7	43	1
IDM	688689.SH	银河微电	29	-12.4	-0.2	-0.2	50	3
EDA/IP	301269.SZ	华大九天	649	-3.8	-12.5	-12.5	739	13
EDA/IP	688521.SH	芯原股份	300	1.0	-6.6	-6.6	-54	13
EDA/IP	301095.SZ	广立微	110	-14.8	-7.7	-7.7	129	4
EDA/IP	688206.SH	概伦电子	88	-15.1	-1.4	-1.4	-104	4
EDA/IP	688207.SH	灿芯股份	47	-11.2	5.2	5.2	-22	2

资料来源：同花顺、招商证券

全球半导体方面，1 月份股价上涨和下跌家数持平，上涨幅度前五的公司包括盛美半导体 (+36.1%)，ARM (+29.3%)，中芯国际 (+19.5%)，Qorvo (+18.7%)，KLA (+17.2%)。

跌幅最大的前五家公司为 ASTERA LABS (-23.4%)，安森美 (-17.0%)，UMC (-10.9%)，英伟达 (-10.6%)，环球晶圆 (-10.4%)。

表 3: 全球半导体公司行情回顾

板块	公司	市值 (亿美元)	12 月涨跌幅 (%)	1 月涨跌幅 (%)	2025 全年涨 跌幅 (%)	PE-TTM	PB-MRQ
设计	英伟达	31,798	-2.9	-10.6	-10.6	47	45
设计	博通	10,540	43.4	-4.6	-4.6	176	15
设计	高通	1,858	-2.6	12.6	12.6	19	7
设计	超威半导体	1,743	-11.9	-4.0	-4.0	103	3
设计	迈威尔科技	957	19.2	2.2	2.2	-66	7
设计	联发科	722	12.7	5.8	5.8	103	6
设计	Monolithic Power	344	4.5	7.7	7.7	72	13
设计	ASTERA LABS	161	28.3	-23.4	-23.4	-171	18
设计	思佳讯	106	2.1	0.1	0.1	24	2
设计	联咏	100	3.7	4.4	4.4	41	5

板块	公司	市值 (亿美元)	12 月涨跌幅 (%)	1 月涨跌幅 (%)	2025 全年涨 跌幅 (%)	PE-TTM	PB-MRQ
设计	瑞昱	87	19.3	-4.6	-4.6	42	6
设计	莱迪思半导体	74	-0.2	0.7	0.7	55	11
设计	科沃	72	1.3	18.7	18.7	287	2
设计	矽力杰	44	-4.3	-2.6	-2.6	62	5
设备	阿斯麦	2,866	0.9	6.7	6.7	37	15
设备	应用材料	1,460	-6.9	10.9	10.9	20	8
设备	拉姆研究	1,057	-1.9	12.2	12.2	24	12
设备	科磊半导体	994	-2.6	17.2	17.2	31	27
设备	东京电子	805	3.8	8.4	8.4	26	7
设备	爱德万测试	441	2.9	-2.7	-2.7	0	0
设备	ASMPT	40	-3.0	-5.1	-5.1	73	2
设备	盛美半导体	14	-12.2	36.1	36.1	14	1
封测	日月光	224	6.9	9.3	9.3	44	3
封测	安靠	60	-1.0	-4.2	-4.2	17	1
代工	台积电	10,690	7.3	6.0	6.0	30	8
代工	中芯国际	656	22.3	19.5	19.5	70	2
代工	联华电子	141	-3.9	-10.9	-10.9	8	1
代工	华虹半导体	74	5.4	5.5	5.5	43	1
代工	世界先进	50	11.6	-5.2	-5.2	28	4
代工	稳懋	13	-3.0	-7.1	-7.1	10	1
材料	信越化学	634	-4.6	-7.9	-7.9	18	2
材料	英特格	161	-6.2	2.6	2.6	67	4
材料	环球晶圆	47	-7.0	-10.4	-10.4	11	2
材料	胜高	29	-1.2	-2.2	-2.2	19	1
材料	台胜科	10	-13.3	-6.7	-6.7	15	1
IDM	三星电子	2,314	-1.8	-1.5	-1.5	10	1
IDM	德州仪器	1,640	-6.7	-0.8	-0.8	35	10
IDM	镁光	1,028	-14.0	8.4	8.4	26	2
IDM	亚德诺	1,018	-2.2	-0.3	-0.3	64	3
IDM	SK 海力士	1,005	8.8	14.5	14.5	7	0
IDM	英特尔	827	-16.6	-3.1	-3.1	-4	1
IDM	英飞凌	571	2.5	1.2	1.2	32	2
IDM	恩智浦	541	-9.0	0.3	0.3	20	6
IDM	微芯科技	279	-15.9	-5.3	-5.3	37	5
IDM	安森美	218	-11.3	-17.0	-17.0	13	3
IDM	意法半导体	202	-1.7	-10.1	-10.1	13	1
IDM	南亚科	26	-12.6	2.9	2.9	9	1
IDM	华邦电	20	-7.8	-3.0	-3.0	51	1
IDM	旺宏	11	-5.5	-3.0	-3.0	12	1
EDA/IP	ARM	1,713	-8.1	29.3	29.3	262	28
EDA/IP	铿腾电子	822	-2.1	-0.9	-0.9	79	18
EDA/IP	新思科技	813	-13.1	8.3	8.3	36	9

资料来源: Wind、招商证券

二、行业景气跟踪：消费类需求边际转暖，工业类需求整体复苏仍然乏力

我们将从以下五个维度对全球半导体景气度进行跟踪分析：

（1）需求端：主要从智能手机、PC、汽车及服务器等终端产品销售情况进行分析；而终端需求又受宏观/政策因素、技术/产品趋势拉动，因此需求端可观测指标包括宏观指标、政策变化、技术/产品趋势、终端产品销售情况等；

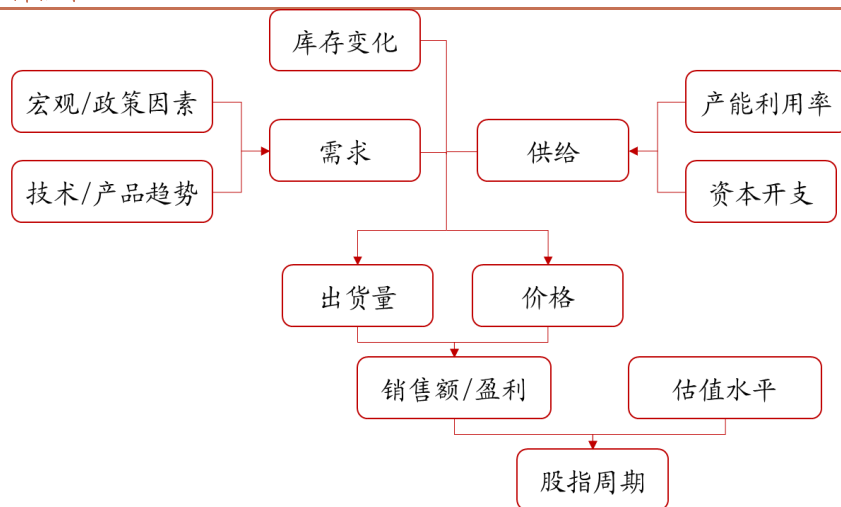
（2）库存端：半导体行业作为终端需求上游，下游客户的库存调整将加剧或减缓半导体需求的波动；因此库存端可观测指标包括终端产品库存、渠道库存、设计/IDM 厂商库存变化等；

（3）供给端：主要从产能利用率和新增产能情况进行分析，落实到具体观测指标，包括产能利用率、资本开支计划、设备出货额、硅片出货面积等；

（4）价格端：需求、库存和供给共同决定产品价格和出货量；价格端可观测存储器等半导体产品的价格变化趋势；

（5）销售端：需求、库存和供给共同决定产品价格和出货量，从而决定行业的销售额及盈利，销售端可观测全球及中国半导体月度销售额变化趋势，国内外半导体龙头企业业绩变化等。

图 4：半导体行业景气分析框架



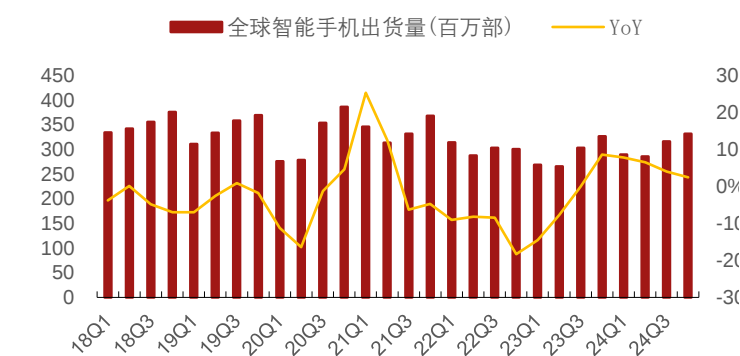
资料来源：招商证券整理

1、需求端：消费电子行业需求复苏，AI/汽车等驱动端侧应用创新

根据 SIA 数据，2022 年全球半导体市场总额为 5740 亿美元，绝大多数半导体需求是由消费者最终购买的产品驱动。按应用领域划分，计算机、通信、汽车、消费、工业、政府占比分别为 26%、30%、14%、14%、14%、2%。整体绝大多数半导体需求是由消费者最终购买的产品驱动，例如笔记本电脑或智能手机。因此，我们分别对智能手机、PC、TV、汽车/新能源汽车、服务器等终端市场对半导体下游需求进行跟踪分析。

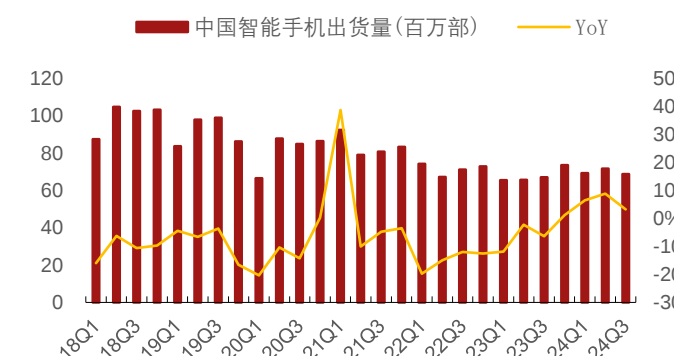
智能手机：24 年全球智能手机出货同比+6%，25 年预计延续增长；国内消费补贴政策效果较佳，关注 3C 产品补贴及“两新”政策扩围等对国内手机市场需求的带动。根据 IDC，24Q4 全球智能手机出货同比+2.4%，经历两年下滑后 24 年重回增长，全年出货同比+6.4%至 12.4 亿部。1 月下旬手机国补正式落地，本次国补限制了 6000 元补贴上限。参考各地新闻，国补有效拉动了安卓手机的销量，苏宁易购向财联社记者表示，各地政策落地首日，苏宁易购迎来数码换新潮，各地门店客流量普遍提升 3 倍，手机、平板电脑销售均同比增长 330%以上。京东数据显示，由于消费者在京东享国家补贴购手机、数码产品时，更青睐 3000-4000 元价格段的手机、3000 元价格段的平板产品，以及 500-1000 元价格段的智能手表和 200-300 元的智能手环。根据 Counterpoint 预测，政策加速了消费者的换机周期，特别是在售价 3000—5000 元区间的中高端机型中表现尤为明显，预计 2025 年第一季度，中国市场的手机出货量将达到 7500 万—8000 万部，同比增长超过 10%；实际销量可能突破 8000 万部。

图 5：全球智能手机季度出货量（IDC）



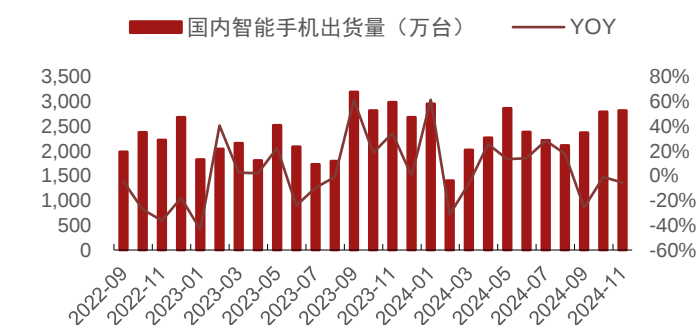
资料来源：IDC、招商证券

图 6：国内智能手机季度出货量（IDC）



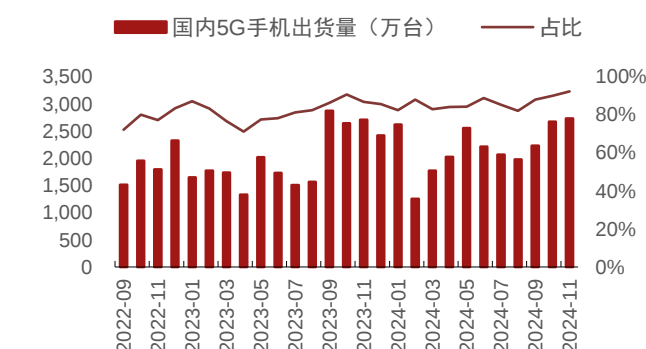
资料来源：IDC、招商证券

图 7：国内市场智能手机月度出货量



资料来源：工信部、招商证券

图 8：国内 5G 手机月度出货量及占比



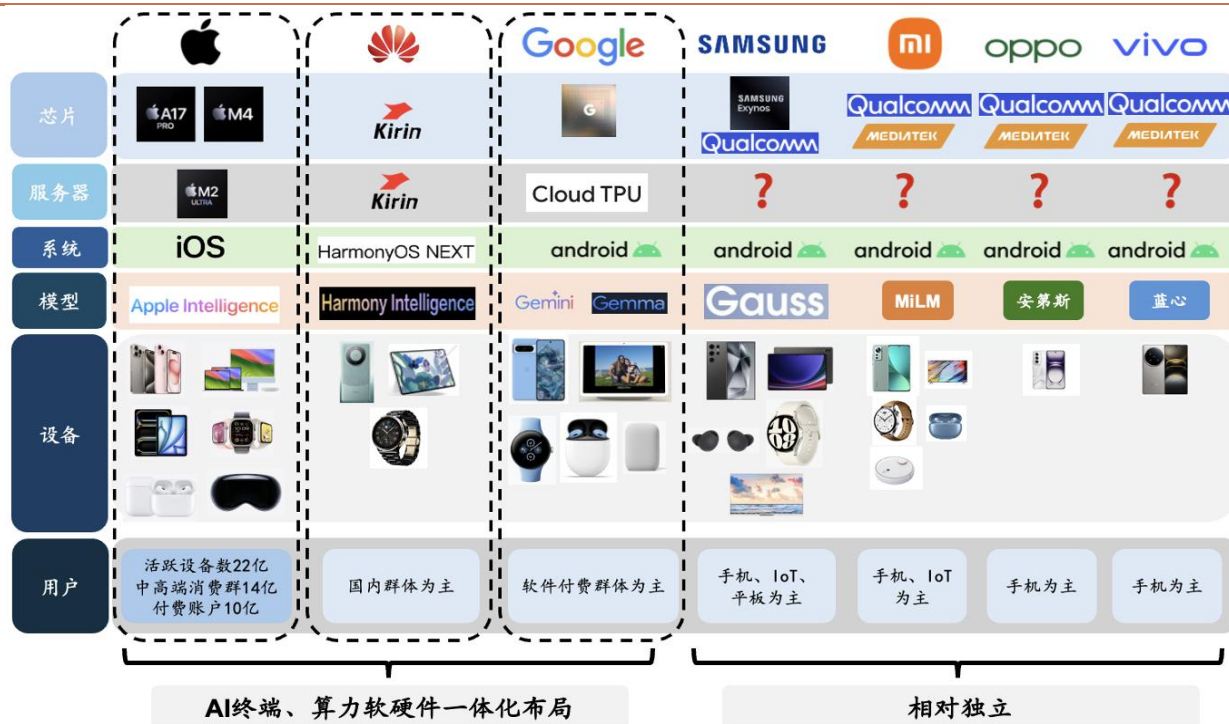
资料来源：工信部、招商证券

AI 应用或成为手机创新的下一个突破口，DeepSeek 有望助力本地设备 AI 能力提升，华为/荣耀/OPPO 等手机品牌率先接入 DeepSeek。AI 与手机融合的梦想空间广阔，或成为手机创新的下一个突破口。此外，伴随 DeepSeek 模型出现，有望推动小模型的推理能力提升及成本下降，本地设备 AI 计算能力将得到提升，未来会有更多低功耗、响应快的模型落地，为 AI 端子应用落地提供更多可能性。

1) 苹果：财报表示乐观看待 AI 功能推动的换机需求释放。Apple Intelligence 于 24 年 6 月重磅发布，24 年 12 月推出 iOS 18.2 更新，且正在积极推动 AI 功能在国内落地，25 年 4 月推出更多功能和更多语言版本。**2) 华为：**24 年 6 月发布 Harmony Intelligence 鸿蒙原生智能，24 年 10 月华为原生鸿蒙 HarmonyOS

NEXT (HarmonyOS 5.0) 正式发布；25 年 2 月 5 日华为纯血鸿蒙的小艺智能助手正式接入 DeepSeek-R1 大模型服务。**3) 其他品牌：**荣耀 2 月 8 日宣布荣耀 Magic7 系列手机的 YOYO 智能体成功接入 DeepSeek-R1；OPPO 2 月 8 日宣布其即将发布的 Find N5 将接入 DeepSeek-R1；此外魅族科技亦宣布其 21 系列和 Lucky08 等新机型已完成 DeepSeek 的大模型接入。

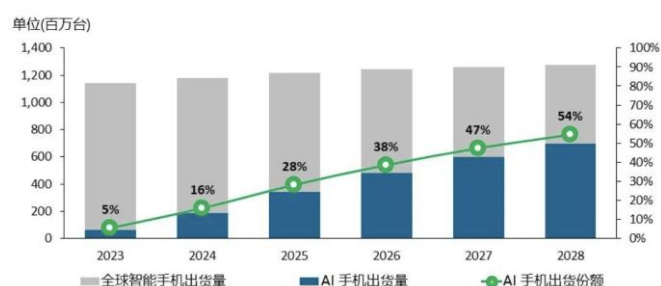
图 9：AI 手机生态系统及主要参与者



资料来源：Canalys, 苹果, 招商证券绘制

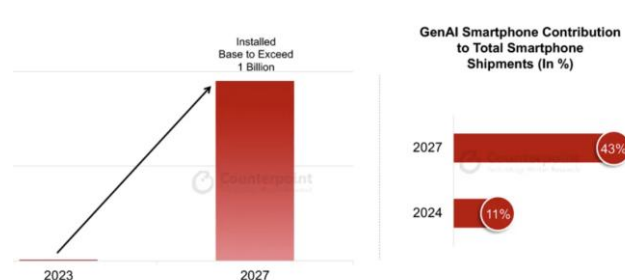
第三方机构预测 25 年全球智能手机市场延续弱复苏, 预计未来 AI 手机渗透率将持续提升。IDC 预测全球智能手机出货量将在 2025 年继续增长, 尽管速度会有所放缓; Counterpoint 预测 2025 年全球智能手机销量增长 4%、收入同比增长 8%。AI 手机来看, Counterpoint 认为 2024 年是生成式 AI 智能手机的元年, 预计 2024 年下半年将看到更多基于端侧和云端的生成式 AI 模型支持的应用和功能问世。同时, 越来越多的智能手机将支持本地或云端部署的 AI 大模型, 预测到 2027 年生成式 AI 智能手机将占全球智能手机出货市场的 40%以上, 保有量将超过 10 亿部; IDC 预测到 2024 年, 下一代 AI 智能手机的出货量将达到 1.7 亿部, 占智能手机市场总量的近 15%。随着用例的发展和行业参与者的不断推动, 下一代 AI 智能手机将在 2024 年之后快速增长。

图 10：全球 AI 手机出货量预测 (Canalys)



资料来源：Canalys, 招商证券

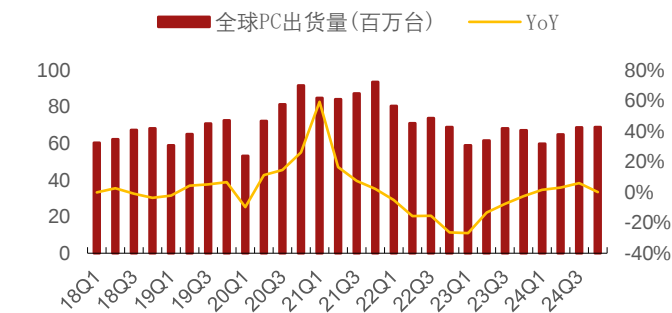
图 11：全球 GenAI 手机出货量预测 (Counterpoint)



资料来源：Counterpoint, 招商证券

PC: 24Q4 全球 PC 出货量同比+1.8%/环比持平, 24 年 PC 出货略增 1%, 预计 2025 年持续增长。据 IDC, 2024 年全球 PC 出货量同比略增 1%至 2.627 亿台; 其中 24Q4 全球 PC 出货量同比+1.8%环比基本持平至 6890 万台, IDC 表示尽管市场增长恢复速度有所放缓, 但第四季度仍有一些乐观因素, 因为国补政策使消费领域的表现好于预期, 除此之外, 美国和一些欧洲国家也表现出强劲的表现, 这要归功于年底的促销活动, 以及企业在 Windows 10 支持终止(定于 2025 年 10 月)之前继续升级硬件。**展望 2025 年**, AMD 对 2025 年 PC 市场持乐观态度, 预计中个位数的增长; Canalsys 认为 2025 年全球 PC 市场将延续增长, 因为微软会在 10 月终止 Windows 10 的系统支持, 迫使数亿 PC 用户更新设备

图 12: 全球 PC 季度出货量及增速



资料来源: IDC、Wind、招商证券

图 13: 中国台湾笔电代工厂月度总营收及增速



资料来源: Wind、招商证券 (注: 仁宝/英业达/广达/纬创/和硕)

AI PC 带来的影响将在 25-27 年更为显著, 联想率先发布 DeepSeek 一体机解决方案。第三方机构方面, Canalsys 预测 2024 年全球将出货约 4800 万台支持 AI 的 PC, 占 PC 总出货量的 18%。但这只是重大市场转型的开始, 预计 2025 年支持 AI 的 PC 出货量将超过 1 亿台, 占有所有 PC 出货量的 40%, 预计 2028 年供应商将出货 2.05 亿台支持 AI 的 PC, 2024 年至 2028 年期间的 CAGR 高达 44%; Counterpoint 预测 AI PC 渗透率将从 2024 年的 34%上升至 2027 年的 78%。**PC 链厂商方面**, 惠普认为下一代 AI PC 将在推出三年后, 即 2027 年占出货量的 50% 左右, 并推动平均售价上涨 5% 至 10%; 联想预计到 2027 年 AI PC 将占个人电脑市场总量的一半以上, 2 月 10 率先与 DeepSeek 合作, 推出基于 DeepSeek 大模型的国产一体机解决方案; 英特尔预计 AI PC 25 年底累计出货超 1 亿台; AMD 首批用于 AI PC 的产品已上市, 市场反响乐观, 三季度大量出货, AI PC 下半年增长将高于典型季节性。

图 14: PC 需求展望 (第三方机构或 PC 链厂商)

第三方机构或厂商	动态更新及未来展望
IDC	尽管经济有所改善, 并出现了AI PC, 但全球传统PC市场预计在2024年将保持平稳, 出货量将达到2.602亿台。除中国外, 预计2024年PC市场将同比增长2.6%, 而中国PC市场预计要到2025年下半年才能复苏。(2024年06月)
Counterpoint	2024 年接下来几个季度的PC出货量将出现连续增长, 全年同比增长3%, 主要得益于对AI PC的需求和新的更换周期。(2024年04月)
Canalsys	预测2024年全球将出货约4800万台支持AI的PC, 占PC总出货量的18%。但这只是重大市场转型的开始, 预计2025年支持AI的PC出货量将超过1亿台, 占有所有PC出货量的40%。Canalsys预计, 2028年供应商将出货2.05亿台支持AI的PC, 2024年至2028年期间的复合年增长率高达44%。(2024年04月)
戴尔	商用PC需求环境有所改善, 仍然看好即将到来的PC更新周期以及人工智能对PC市场的长期影响。(2024年5月)
惠普	FY24Q2 PC业务恢复同比增长, 预计AI PC将占下半年出货量约10%, AI PC带来的影响将在25/26年更为显著, 预计AI PC推出三年后占比达40%-60%, 并且推动ASP提高5%-10%。(2024年5月)
联想	PC恢复同比增长, 认为混合式人工智能为智能终端设备市场带来巨大机遇: PC市场将高于疫情前总量、AI PC逐渐从高端走向主流, 推动新一轮换机周期。(2024年5月)
英特尔	预测2024年AI PC出货量约4000万台, 2028年AI PC占比将达80%。(2024年04月)
AMD	认为24H2 AI PC趋势将带动2024全年PC TAM温和增长。(2024年04月)

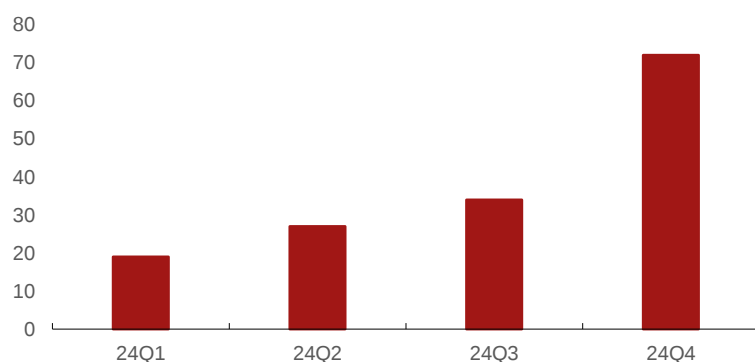
资料来源: 各第三方机构官网, 各公司官网、公告、业绩说明会, Digitimes, 招商证券

可穿戴：DeepSeek 模型部署成本降低利好 AI 功能优化，关注今年将迎发布潮的 AI 眼镜、耳机等可穿戴产业链。

1) AI 眼镜：24Q4 全球 AI 智能眼镜销量 140 万台，24 全年销量逐季增长，预计 2025 年销量同比+135%，关注大厂新品布局情况。AI 眼镜行业快速发展，目前海外市场以 RayBan Meta 为主，国内尚未出现代表性产品。**销量方面，**24 年前三季度全球销量逐季上升，24Q4 受黑五、双十一等活动影响处于销量旺季，叠加国内外厂商多新品发布，助力 24Q4 销量占全年销量近 60%。2024 年全球 AI 智能眼镜销量为 234 万台，主要销量贡献来自于 RayBan Meta 智能眼镜（全年累计 224 万台）。预计 2025 年全球 AI 智能眼镜销量达到 550 万台，较 2024 年增长 135%，增长主要来自于 Ray Ban Meta 的销量持续增长，多款 AI 智能眼镜新品上市兑现以及小米、三星等大厂入场发售 AI 智能眼镜新品。此外**从软件角度，**DS 模型降低了 AI 模型在眼镜端部署成本，大厂和初创品牌均有机会推广 AI 应用在眼镜端的落地，各类 AI 应用体验（问答、翻译、导航、搜索、识物等）有望优化。

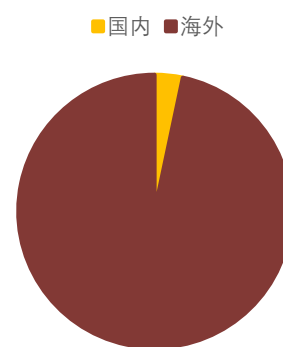
2) 耳机/手表：仍处于渗透率提升的阶段，我们认为 AI 有望赋能穿戴产品创新，加速行业发展，建议关注融入 AI 功能并且带摄像头的 TWS、OWS 耳机创新趋势。根据三星三季报，预计 25 年智能手表和 TWS 市场有望受益于 AI 功能的应用和高端需求的扩大。

图 15：全球 AI 眼镜季度出货量（万幅）



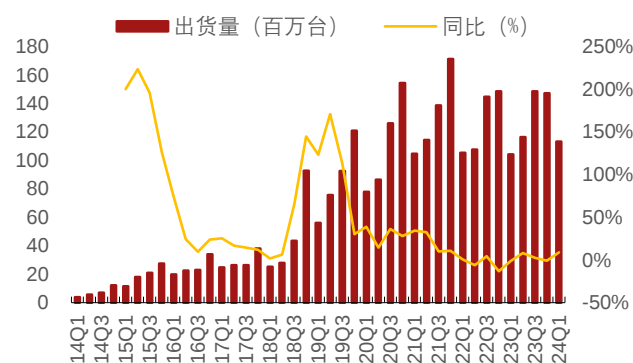
资料来源：wellsenn XR，招商证券

图 16：国内外 AI 眼镜销量对比



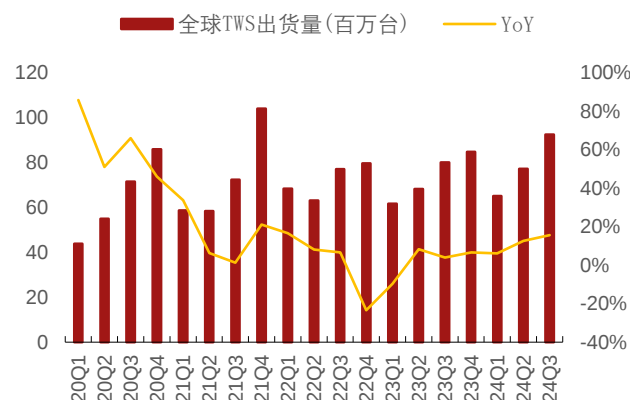
资料来源：wellsenn XR，招商证券

图 17：全球可穿戴设备出货量



资料来源：IDC，招商证券

图 18：全球 TWS 耳机出货量



资料来源：Canalys，招商证券

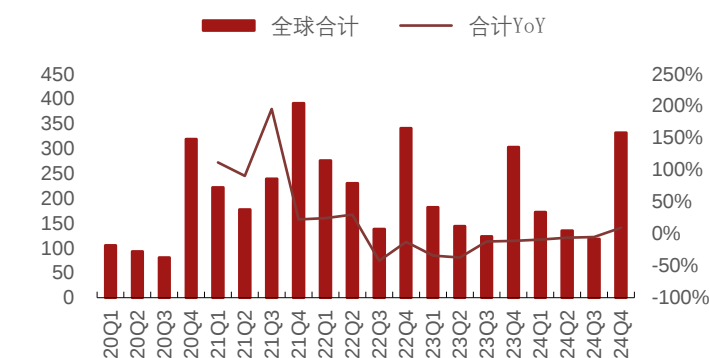
XR：目前 VR 增速放缓，AR 尚待技术成熟，主要玩家包括苹果、索尼等硬件

龙头和 Meta、Pico 等互联网龙头。

VR: 24Q4 全球 VR 销量同比+10%至 332 万台，主要系 Quest 3S 发布上市以及 Quest 3 降价促销等；预计 2025 年仍为销量小年。据 wellsenn XR，24Q4 全球 VR 销量 332 万台，同比+10%；销量增长主要来自 Quest 3S 发布上市以及 Quest 3 降价促销等。2024 年全球实现 757 万台销量规模，同比略增。全年 Meta 销量 584 万台，索尼 PS VR2 销量 52 万台，PICO 销量 22 万台；整体来看销量基本靠 Meta Quest 系列产品支撑。预计 2025 年 Meta 缺乏新品上市发售，除了三星 MR 外，其他品牌尚未看到能够有一定销量的新品出现，预计 2025 年行业整体销量要跌破 700 万台。

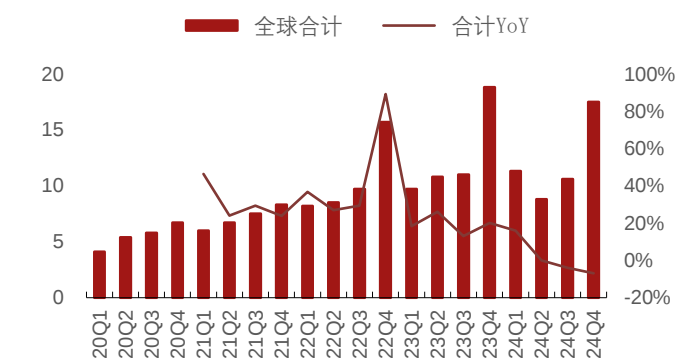
AR: 24Q4 全球 AR 销量同比-8%至 17.5 万台，行业处于阵痛转换期，预计 2025 年 AR 市场增长仍有挑战；关注头部厂商新品和技术动态。据 wellsenn XR，Q4 全球 AR 销量同比-8%至 17.5 万台，今年 Q4 整体市场偏淡，整体大环境消费行情下行，AR 厂商今年渠道推广投放减弱，传统 B 端 AR 眼镜需求逐渐萎缩，不带显示的 AI 智能眼镜崛起，也是造成整体销量较淡的一大因素。2024 年全球 AR 销量为 50 万台，同比持平。预计 2025 年 AR 市场销量增长仍存在一定挑战。

图 19: 全球 VR 头显季度出货量



资料来源: wellsenn XR, 招商证券; 注: sell out 统计口径, 不含 VR 盒子

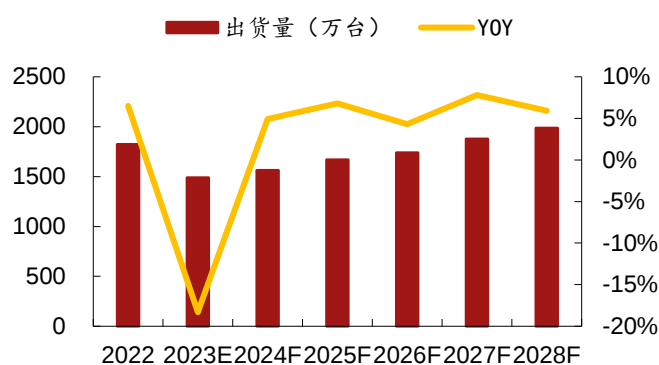
图 20: 全球 AR 头显季度出货量



资料来源: wellsenn XR, 招商证券; 注: sell out 统计口径, 不含无屏 AR

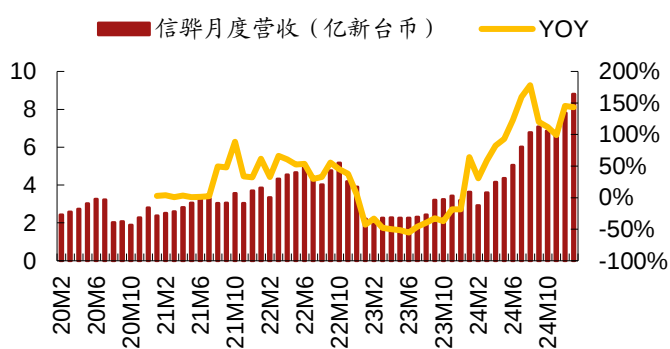
服务器: 信骅 25M1 营收同比持续高速增长，北美云厂整体对 2025 年 capex 计划保持乐观。根据信骅的月度营收数据，25M1 信骅营收 8.8 亿新台币，同比+143.16%/环比+12.8%，同比维持高速增长。根据彭博数据、各公司法说会和季报信息表示，微软: 2024 年 capex 超 550 亿美元，本财年资本开支将继续增长，预计 25Q1 和 25Q2 的 capex 保持和 24Q4 的类似水平。谷歌: 2024 年 capex 超 520 亿美元，2025 年 capex 指引为 750 亿美元，其中 25Q1 约 160-180 亿美元，将增加对于技术基础设施的投入，包括服务器、数据中心和网络。亚马逊: 2024 年 capex 超 810 亿美元，计划 2025 年 capex 提升至 1000 亿美元，其中绝大部分用于 AWS 相关的 AI 投资。Meta: FY24 全年 capex 为 392.3 亿美元，预计 FY25 capex 为 600-650 亿美元。四家北美巨头 2024 年 capex 总额预计超 2460 亿美元，目前看 2025 年 capex 或将超过 3200 亿美元，同比增幅近 30%。

图 21: 2022-2028 年全球服务器出货量预估



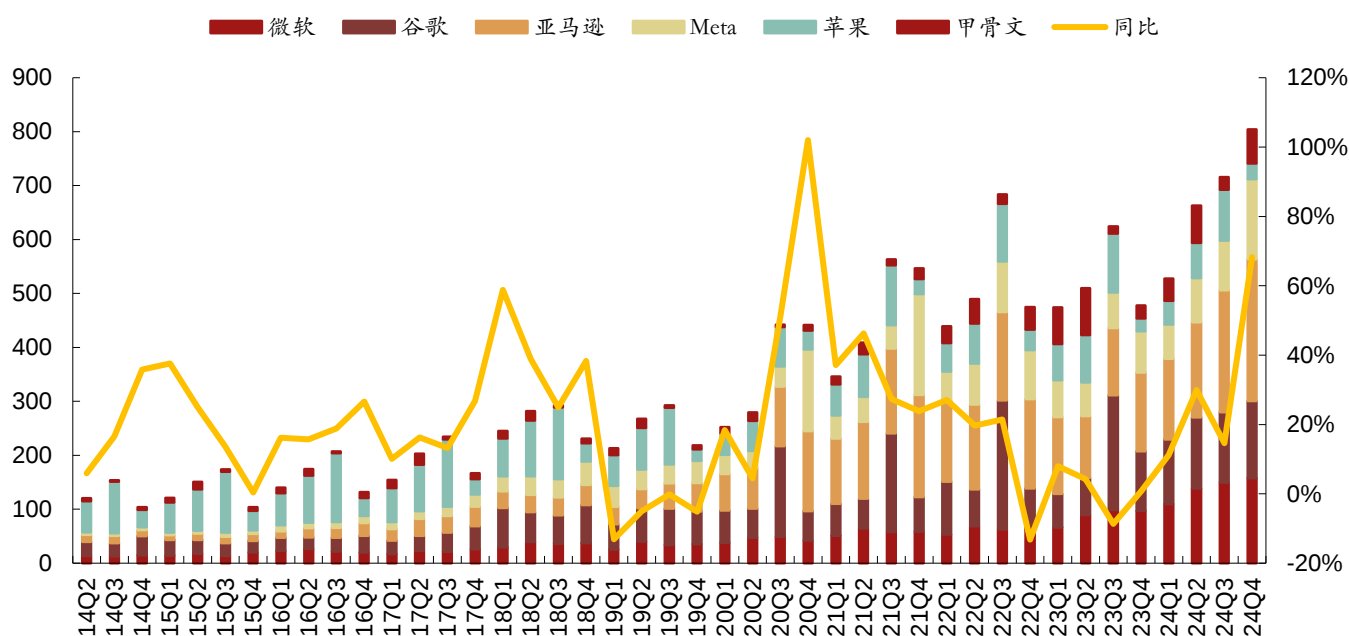
资料来源: DIGITIMES、招商证券

图 22: 信骅月度营收及同比增速 (1 月)



资料来源: 同花顺、招商证券

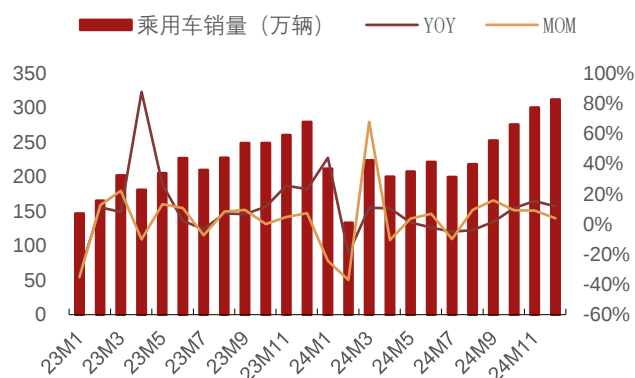
图 23: 全球主要互联网厂商资本支出情况 (亿美元)



资料来源: 彭博, 各公司公告, 招商证券

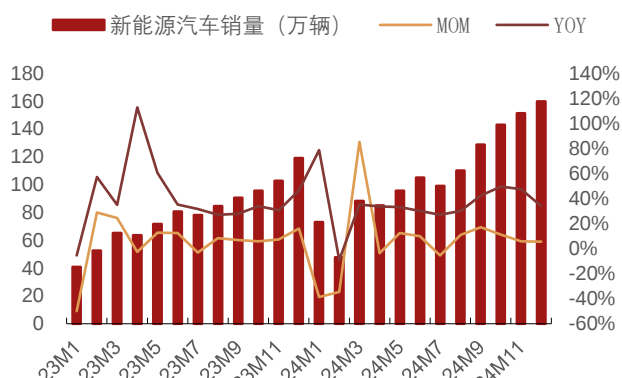
汽车: 25M1 国内乘用车销量同环比下降, 关注比亚迪等车企为代表的国内高阶智驾渗透趋势。根据乘联分会, 25M1 国内乘用车市场零售 185.3 万辆, 同比-9%/环比-30%; 新能源乘用车市场零售 78.6 万辆, 同比+17%/环比-40%。同环比下滑主要系今年 1 月春节较早、政策延续期购车回暖较慢所致。近期国内车企高阶智驾加速渗透至 10-20 万车型的趋势明显, 如比亚迪 2 月 10 日召开智能化战略发布会、2 月 9 日长安举办智能化战略“北斗天枢 2.0 计划”发布会, 建议关注深度受益汽车智能化的优秀供应链公司。

图 24：中国乘用车月销量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会、招商证券

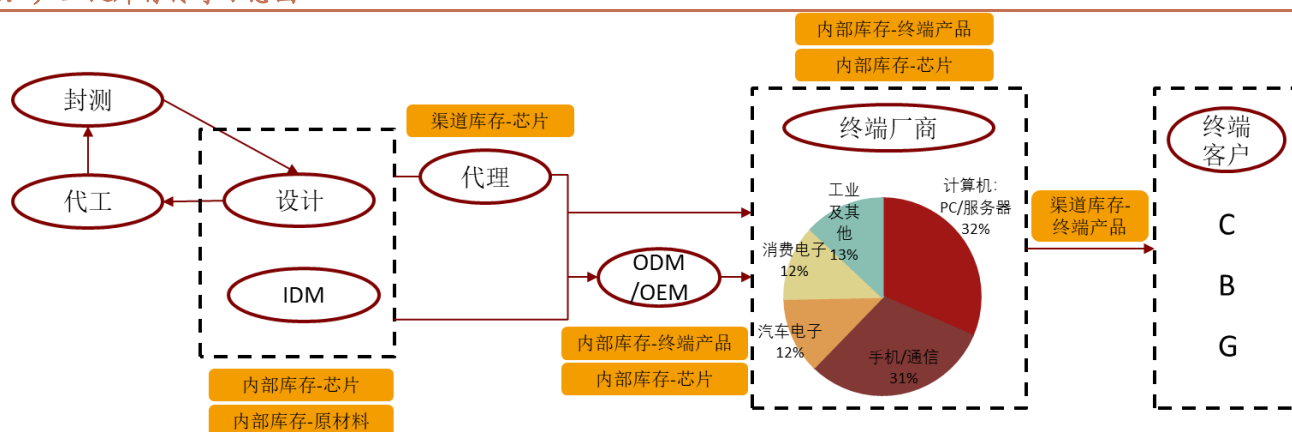
图 25：中国新能源车月销量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会、招商证券

2、库存端：全球工业和汽车领域客户整体仍在库存去化中，消费类客户芯片库存正逐步趋于正常

图 26：产业链库存传导示意图



资料来源：SEMI，招商证券整理

智能手机和PC等终端厂商库存出现分化。传音：公司24Q3末库存环比微降至112.37亿元（Q2末为116.5亿元），库存周转天数环比降低0.49天至72.83天。惠普：根据FY24Q3电话会信息，公司FY24Q3库存周转天数较高主要系AI系统的订单速度超过了收入转化率。

图 27：小米和传音库存（亿元）及存货周转天数

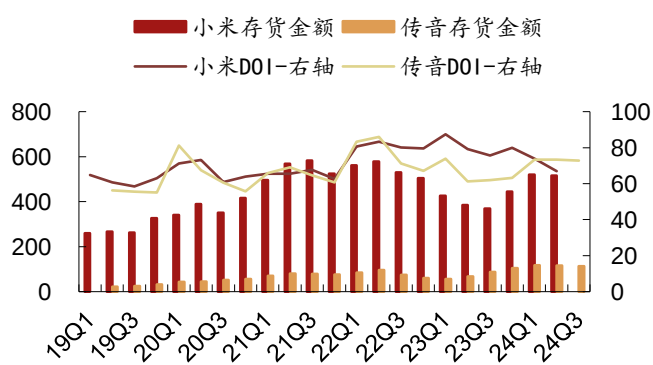
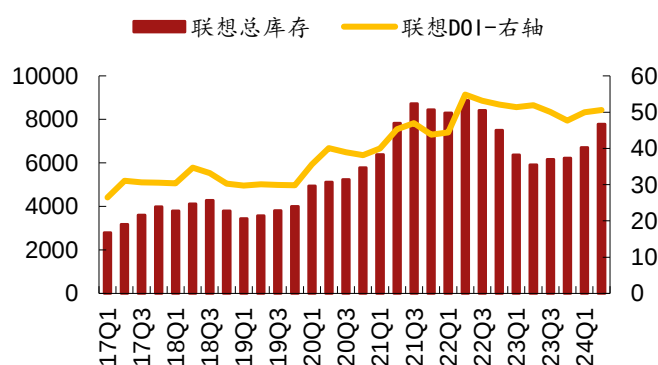


图 28：联想库存（百万美元）及存货周转天数



资料来源: Wind, 招商证券

资料来源: 彭博, 招商证券

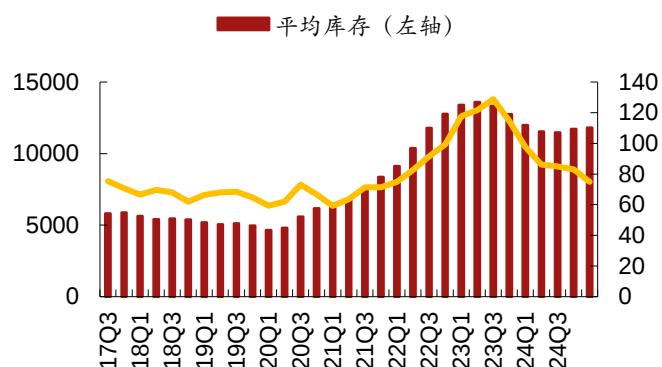
部分 IDM/设计厂商的库存情况:

24Q4 全球手机链芯片大厂 DOI 环比微降。根据彭博数据,以高通、博通、联发科、Cirrus Logic、思佳讯、Qorvo、Semtech 为例,24Q4 平均库存为 118.14 亿美元,较 24Q3 平均库存 117.2 亿美元环比略有上升。24Q4 库存周转天数为 75 天,环比下降。

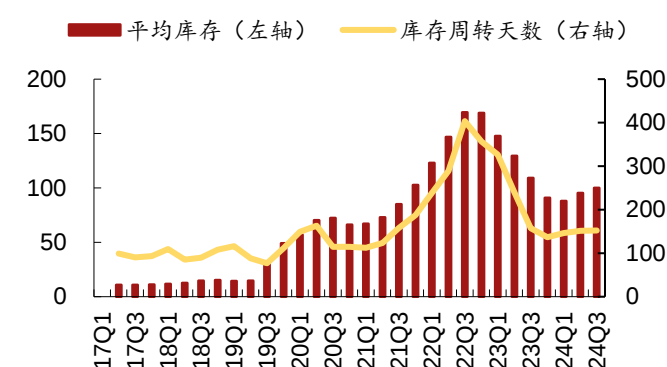
24Q3 国内手机链芯片厂商平均库存与 DOI 环比有所提升。根据同花顺和公司公告数据,韦尔股份、卓胜微、格科微、汇顶科技的整体库存 24Q3 环比提升,库存周转天数环比提升 1 天至 152 天以上。

图 29: 海外手机链厂商库存 (百万美元) 及周转天数

图 30: 国内手机链厂商库存 (亿元) 及周转天数



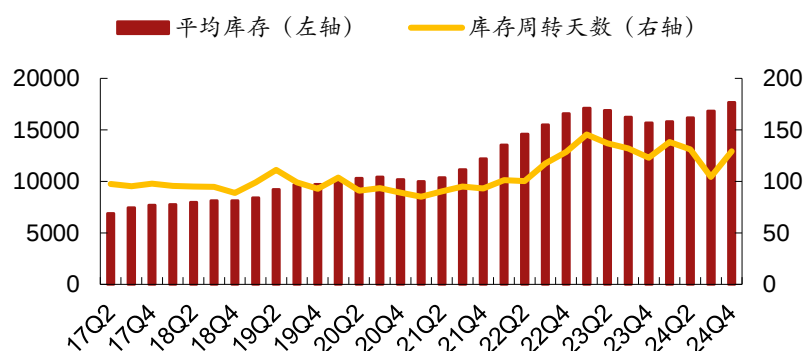
资料来源: 彭博, 招商证券 (注: 包括高通、博通、联发科、Cirrus Logic、思佳讯、Qorvo、Semtech)



资料来源: 同花顺, 招商证券 (注: 包括韦尔、卓胜微、格科微、汇顶)

PC 链芯片厂商英特尔、AMD 24Q4 库存环比上升, 库存周转天数环比提升。根据彭博数据取临近两季度库存平均算法,以英特尔、AMD 为例,两家公司平均库存 24Q4 环比提升至 177 亿美元,24Q4 库存周转天数环比提升 25 天达 129 天。据英特尔 24Q4 季报信息,PC 行业库存去化仍在进行,24Q4 毛利率部分受到 Gaudi 相关的库存储备影响,24Q4 CCG (客户端计算事业部) 收入环比增长,客户库存消化的速度较 24Q3 明显放缓。AMD 24Q4 季报表示 24Q4 微软和索尼专注于减少渠道库存,导致半定制产品销售下滑,游戏业务经过了一年的库存调整期,游戏机市场渠道库存现在已恢复正常。

图 31: PC 链芯片厂商库存 (百万美元) 和库存周转天数



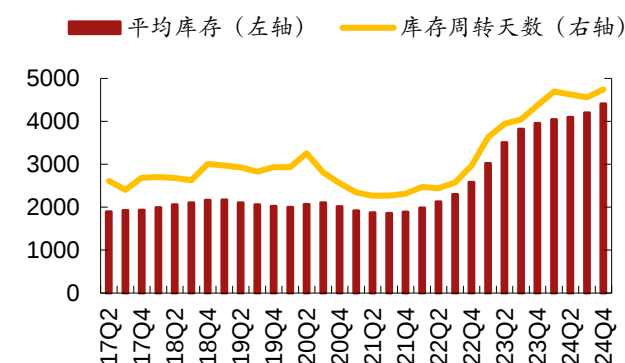
资料来源: 彭博, 招商证券 (注: 包括英特尔、AMD)

全球模拟芯片和功率器件厂商库存 24Q4 环比仍有增长, 全球工业和汽车领域客户整体仍在库存去化中, 消费类客户库存水平相对正常。TI 在 24Q4 季报电话会中表示,24Q4 库存和 DOI 均环比提升,公司为了管理库存,正在降低工厂产能

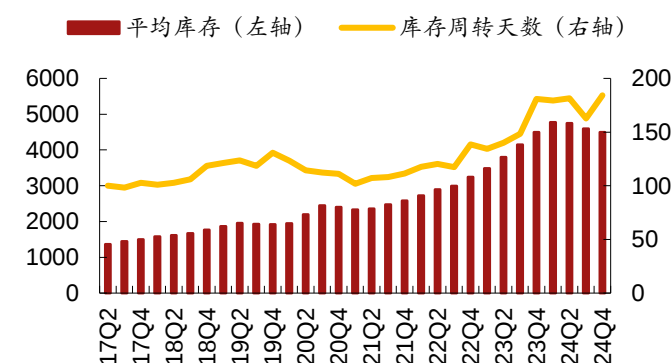
利用率, 24Q4 TI 已经有所降低, 25Q1 还会进一步降低产能利用率, 预计 25Q1 毛利率还会下降几个百分点, 预计 25Q1 库存水平会进一步增加 (约 1 亿美元左右), 然后会稳定在这一水平。英飞凌在 FY25Q1 季报电话会上表示, ATV 部门 (汽车业务部门) 客户正大幅削减库存, 短期汽车供应链的库存去化仍是该部门营收增长的主要拖累因素, GIP 部门也表示供应链库存消耗仍在进行中, PSS 部门客户库存去化仍是不利因素, CSS 部门表示物联网和安全市场库存正在趋于正常。英飞凌表示由于 12 月季度营收下降, 库存周转天数环比提升至 190 天左右, 经销商的渠道库存存在公司的很多产品类别中已经趋于正常或即将正常化。公司预计 FY25Q2 汽车和工业领域的库存调整仍将继续但是正逐渐减弱, 许多消费市场的库存水平已恢复正常。

图 32: 模拟芯片厂商库存 (百万美元) 和周转天数

图 33: 功率器件厂商库存 (百万美元) 和周转天数



资料来源: 彭博, 招商证券 (注: 包括 TI)



资料来源: 彭博, 招商证券 (注: 包括英飞凌)

3、供给端：台积电加速扩产先进制程，存储原厂 Capex 加码 HBM、DDR5 等高端存储器

1) 产能

根据 SEMI 24Q4《全球晶圆厂预测》报告, 2025 年将有 18 座新的半导体晶圆厂开始建设, 全球晶圆产能将同比增长 6.6%。根据 SEMI, 2025 年将有 15 座 12 英寸晶圆厂和 3 座 8 英寸晶圆厂开工建设, 其中大部分将在 2026-2027 年开始运营。其中, 美洲有 4 座, 主要得益于美国《芯片与科学法案》配套的补贴政策的刺激; 日本预计新建 4 座, 主要得益于日本积极发展本土半导体制造业, 同时台积电熊本县晶圆厂的带动; 中国大陆地区预计新建 3 座, 由于前几年持续的进行了大规模兴建晶圆厂, 因此 2025 年有所放缓; 欧洲及中东地区有 3 座, 中国台湾有两个项目, 韩国和东南亚则各有一座晶圆厂。

从产能来看, SEMI 预计 2025 年全球折合 8 英寸晶圆产能将达到每月 3360 万片, 同比增长 6.6%。其中, 由于 AI 需求推动和芯片制造商积极扩大先进制程节点产能 (7nm 及以下), 预计到 2025 年 7nm 及以下先进制程产能将同比增长 16% 至 220 万片/月; 在中国大陆芯片自给自足战略以及汽车和物联网应用预期需求的推动下, 2025 年全球主流制程节点 (8-45nm) 的产能预计同比增长 6% 至 1500 万片/月; 由于成熟节点 (50nm 及以上) 的市场复苏缓慢和产能利用率较低, 因此厂商扩张较为保守, 预计 2025 年这部分产能将同比+5% 至 1400 万片/月。

2) 产能利用率

24Q4 先进节点需求强劲，成熟制程稼动率表现分化。TSMC 表示 3/5nm 需求持续强劲，24Q4 产能利用率提升；UMC 预计 24Q4 稼动率环比下滑 1pct 至 70% 但略超指引，主要系新的 22/28nm 产能爬坡所致；SMIC 表示四季度为传统淡季，但出货量未受太大影响，公司预计释放 3 万片/月的产能，新产能验证导致整体稼动率环比下滑；华虹预计 24Q4 8 英寸产线产能利用率有所恢复，12 英寸平台如 BCD、CIS 等需求持续强劲；世界先进预估 24Q4 产能利用率降低 5pcts 至 65% 左右。

3) 全球资本开支

2025 年三大存储原厂资本开支聚焦 HBM 等高端存储器，美光上调 2025 年 HBM 市场规模指引。三星 2025 年致力于优化产品组合以提升盈利能力，扩产主要聚焦 HBM 等高端存储器，预计 HBM 位元供应量同比翻倍增长；美光 2024 财年资本支出为 81 亿美元，FY25Q1 为 31 亿美元，预计 FY25Q2 为 30 亿美元，预计 2025 财年为 140±5 亿美元，主要投资 1β 和 1γ nm 节点 DRAM；SK 海力士指引 2025 年资本开支同比增长有限，但用于 HBM 新产线基础设施支出预计同比显著增长。美光预计 2024 年 HBM 市场规模为 160 亿美元，将 2025 年 HBM 市场规模指引从 250 亿美元提升至 300 亿美元，预计 2028 年将达 640 亿美元，2030 年将达 1000 亿美元。

表 4：存储原厂资本支出规划

存储原厂	2023 年	2024 年	2025 年规划
三星电子	53.1 万亿韩元，其中 48.4 万亿韩元用于 DS 部门，2.4 万亿韩元用于显示	增加 2.5 倍及以上 HBM 产能，其他非 HBM 产量增长有限，并减产 NAND	优化产品产量，HBM 位元供应量同比翻倍增长
SK 海力士	2023 年资本支出同比减少 50%以上	大幅扩产 HBM、TSV 产能，NAND 产能提升有限	整体支出同比增长有限，用于 HBM 新产线的支出同比显著增长
美光	130 亿美元，同比减少 38%	81 亿美元	140±5 亿美元，用于投资 1β 和 1γ nm 节点 DRAM，但将削减 NAND 资本开支

资料来源：公司公告，招商证券

台积电 2025 年资本支出指引同比大幅提升，UMC 等成熟制程晶圆厂 2025 年资本支出相对保守。

台积电 2024 年资本支出为 298 亿美元，2025 年预计 380-420 亿美金之间，其中 70-80%用于先进制程，10-20%用于特色工艺，10-20%用于先进封装、测试、光罩等。公司在美国/日本/欧洲/中国台湾积极扩产，其中①美国亚利桑那州第一座晶圆厂采用 4nm 制程，于 24Q4 进入大规模生产阶段，其良率与中国台湾地区 5nm 制程相当；第二座晶圆厂面向 5/3nm，建设计划有序进行；②日本熊本县第一座特色晶圆厂 2024 年底开始量产；第二座晶圆厂聚焦消费、汽车、工业和 HPC 客户，预计 2025 年底启动建设；③德国德累斯顿晶圆厂采用 12/16/28nm 制程，目前项目进展顺利；④中国台湾地区加大力度扩充 3nm 产能，为多座 2nm 晶圆厂做准备；

UMC 2024 全年资本支出略超 28 亿美元，低于此前指引的 30 亿美元，公司指引 2025 年资本支出为 18 亿美元，其中 12 英寸占比 90%、8 英寸占比 10%，由于公司 12i P3 新厂建设完毕，产能爬坡如期进行，因此预计未来资本开支不会增长；

SMIC 2024 年资本开支为 73.3 亿美金，预计 2025 年同比持平，未来产能平稳开出，每年新增大约 5 万片/月的 12 英寸产能；

华虹预计 2024-2025 年华虹制造每年产生约 20-25 亿美元资本支出，主要用于无锡第二条产线（华虹 9 厂）建设，计划 2025 年底达到 2 万片/月产能，计划 2027 年达到 8.3 万片/月产能；

北京电控发布公告，宣布将在北京亦庄建设一座 12 寸晶圆厂，项目总投资 330 亿元，规划产能为每月 5 万片，预计将于 2025 年第四季度完成厂房建设并启动设备搬入，2026 年底实现量产。该项目将在未来三年内分阶段进行投资，其中 2024 年至 2026 年的规划投资分别为 60 亿元、96 亿元和 88 亿元。

2024 年 12 月 28 日，粤芯半导体新建 12 英寸集成电路模拟特色工艺生产线项目（三期）通线仪式在粤芯三期项目园区举行。三期项目总投资 162.5 亿元，占地 28 万平方米，建筑面积 45 万平方米。三期采用 180-90nm 制程，打造工业级和车规级模拟特色工艺平台，预计新增月产能 4 万片晶圆，达产产值约 40 亿元；

2024 年 12 月 31 日，华润微旗下润鹏半导体 12 英寸集成电路生产线通线。该项目坐落于深圳市宝安区湾区芯城，总投资高达 220 亿元。该项目聚焦 40 纳米以上模拟特色工艺，项目建成后将形成年产 48 万片 12 英寸功率芯片的生产能力，产品主要应用于汽车电子、新能源、工业控制、消费电子等领域。

表 5：全球主要晶圆代工厂资本支出

晶圆厂	2021 年	2022 年	2023 年	2024E	2025E
TSMC	300 亿美元	363 亿美元	304.5 亿美元	298 亿美元	380-420 亿美元
UMC	18 亿美元	27 亿美元	30 亿美元	28 亿美元	18 亿美元
GF	20 亿美元	33 亿美元	18 亿美元	7 亿美元	
SMIC	45 亿美元	63.6 亿美元	76.3 亿美元	73.3 亿美元	同比约持平
华虹	9.4 亿美元	9.96 亿美元	8 英寸 0.9 亿美元, 华虹无锡 5.7 亿美元, 华虹制造 2.4 亿美元	2-3 亿美元 8 英寸, 20 亿美元华虹制造新厂	华虹制造 大约 20 亿美金
VIS	约 4 亿美元	188.6 亿新台币	76 亿新台币	从 38 亿新台币上修至 45 亿新台币	

资料来源：各公司财报，招商证券

4、价格端：1 月存储现货价普遍下滑，消费/工业等 MCU 价格仍处于筑底阶段

1) 现货价：25H1 存储器需求疲软态势预计延续，现货市场价格持续下跌。存储器需求从 24Q4 开始疲软，预计将延续至 2025 上半年，行业内厂商对终端需求复苏持保守观望态度，主要系应用端存储规格升级并不迫切，高端存储器导入速度趋于缓慢。存储市场供过于求的情况在 25Q1 凸显，上游存储器原厂报价逐渐松动，导致现货和合约市场价格均下跌。从主流型号来看，部分存储模组厂商 DDR4 库存尚未完全去化，1 月 DDR4 8Gb (1G*8) 价格环比持平，DDR4 16Gb (2G*8) 价格环比下跌 2.5%；由于 DDR5 供给紧张状况舒缓，1 月 DDR5 16Gb (2G*8) 价格环比涨幅收敛至 0.43%；由于 NAND 厂商持续出清库存，同时对后续拉货需求持保守态度，2025 年 1 月价格环比继续下滑。

表 6：1 月部分存储型号现货价

产品	价格/美金	环比涨跌幅
DDR5 16Gb 2G*8	4.70	+0.43%
DDR4 16Gb 2G*8	3.11	-2.50%
DDR4 8Gb 1G*8	1.46	0%
DDR3 4Gb 512M*8	0.77	-1.28%
Flash Wafer 512Gb TLC	2.41	-1.23%

资料来源：Chinaflashmarket, Digitimes, 招商证券

2) 合约价：25Q1 消费类产品价格预计持续下滑，HBM、企业级 SSD 表现预计相对较好。展望 25Q1，由于传统淡季效应，叠加智能手机等消费类产品需求持续萎缩，DRAM 合约价可能环比下跌；由于库存持续上升、订单需求下降，Client SSD 及 UFS 价格持续下滑，Enterprise SSD 订单相对稳定，一定程度可能缓冲合约价跌势。

表 7：24Q4 及 25Q1 DRAM 合约价展望

产品	24Q4E	25Q1F
PC DRAM	DDR4: down 8-13% DDR5: down 3-8% 平均: down 5-10%	DDR4: down 10-15% DDR5: down 5-10% 平均: down 8-13%
Server DRAM	DDR4: down 8-13% DDR5: up 3-8% 平均: up 0-5%	DDR4: down 10-15% DDR5: down 3-8% 平均: down 5-10%
Mobile DRAM	LPDDR4X: down 13-18% LPDDR5X: down 5-10%	LPDDR4X: down 8-13% LPDDR5X: down 3-8%

产品	24Q4E	25Q1F
Graphics DRAM	基本持平	GDDR6: down 8-13% GDDR7: down 0-5%
Consumer DRAM	DDR3: down 5-10% DDR4: down 5-10%	DDR3: down 3-8% DDR4: down 10-15%
Total DRAM	通用 DRAM: down 3-8% 考虑 HBM 后平均: up 0-8% (HBM 占比: 7%)	通用 DRAM: down 8-13% 考虑 HBM 后平均: down 0-5% (HBM 占比: 8%)

资料来源: Trendforce, 招商证券

表 8: 24Q4 及 25Q1 NAND Flash 合约价展望

产品	24Q4E	25Q1F
eMMC UFS	down 8-13%	Down 13-18%
Enterprise SSD	up 0-5%	Down 5-10%
Client SSD	Down 5-10%	Down 13-18%
3D NAND Wafers (TLC&QLC)	Down 20-25%	Down 13-18%
Total NAND Flash	Down 3-8%	Down 10-15%

资料来源: Trendforce, 招商证券

3) 利基存储: 兆易等厂商对未来指引偏保守。兆易创新表示, 2025 年 NOR 行业竞争依然激烈, 行业尚未出清, 同时在弱复苏背景下, 新需求不足以完全消化行业的全部产能, 价格大概率会底部盘整; 25H1 利基 DRAM 价格将仍底部盘整, 进入下半年, 随着市场消化掉海外大厂的尾货, 供需格局改善之下, 价格有望企稳回升。

MCU 价格持续筑底。根据经销平台富昌电子, 海外大厂 8 和 32 位 MCU 交期继续下滑, 价格趋势环比持平; NXP 表示中国低端 MCU 价格持续承压; 兆易创新表示, 当前 MCU 价格仍是平稳筑底阶段。

模拟芯片价格方面, 24Q4 国际大厂模拟芯片产品价格相对稳定, 交货周期有进一步下降趋势。根据富昌电子信息, 国际大厂的模拟芯片中, 传感器类产品的交货周期和价格趋势和 24Q3 环比相当, 开关稳压器、信号链和多源模拟/电源的最长交货周期相对于 24Q3 环比有一定程度的下降, 我们预计国内模拟芯片市场的价格情况整体相对稳定, 暂时未见明显涨价趋势。

功率器件价格方面, 目前国内中低压 MOS 产品整体价格处于复苏阶段, 但暂未见大范围明显涨幅, IGBT 产品仍会有一定价格压力。

图 34: MCU 和模拟芯片交期及价格趋势

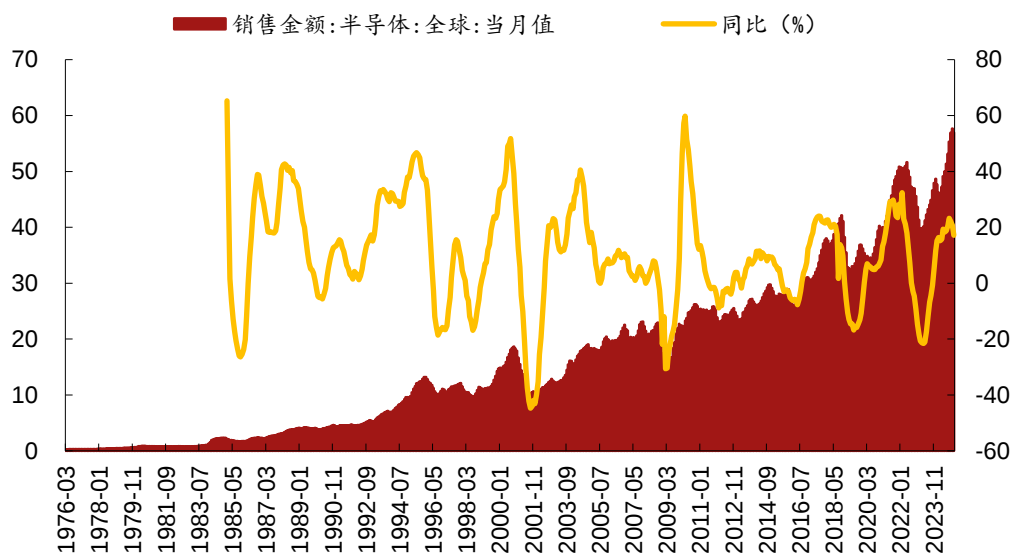
MCU 和模拟	厂商	22Q1		22Q2		22Q3		22Q4		23Q1		23Q2		23Q3		23Q4		24Q1		24Q2		24Q3		24Q4	
		交期及趋势	价格趋势	交期及趋势	价格趋势	交期及趋势	价格趋势	交期及趋势	价格趋势	交期及趋势	价格趋势	交期及趋势	价格趋势	交期及趋势	价格趋势	交期及趋势	价格趋势	交期及趋势	价格趋势	交期及趋势	价格趋势	交期及趋势	价格趋势	交期及趋势	价格趋势
8 位 MCU	英飞凌	45-52	稳定	45-52	稳定	45-52	稳定	45-52	稳定	45-52	稳定	45-52	稳定	45-52	稳定	45-52	稳定	45-52	稳定	45-52	稳定	45-52	稳定	45-52	稳定
	微芯	52+	上涨	52+	上涨	52+	上涨	52+	上涨	52+	上涨	52+	上涨	52+	上涨	52+	上涨	52+	上涨	52+	上涨	52+	上涨	52+	上涨
	意法半导体	52	稳定	52	稳定	52	稳定	52	稳定	52	稳定	52	稳定	52	稳定	52	稳定	52	稳定	52	稳定	52	稳定	52	稳定
	瑞萨	52	上涨	52	上涨	52	上涨	40	上涨	18-24	稳定	18-24	稳定	12-18	稳定	12	稳定	12	稳定	12	稳定	12	稳定	12	稳定
	德州仪器	52	稳定	52	稳定	52	稳定	48	稳定	48	稳定	35-52	稳定	35-52	稳定	10-24	稳定	10-24	稳定	10-24	稳定	10-24	稳定	10-24	稳定
	基法半导体	40	稳定	40	稳定	40	稳定	26-52	稳定	26-52	稳定	10-52	稳定	10-52	稳定	10-26	稳定	10-26	稳定	10-26	稳定	10-26	稳定	10-26	稳定
32 位 MCU	英飞凌	45	稳定	45	稳定	45	稳定	45	稳定	45	稳定	45	稳定	45	稳定	45	稳定	45	稳定	45	稳定	45	稳定	45	稳定
	微芯	52+	上涨	52+	上涨	52+	上涨	36-52+	稳定	36-52+	稳定	36-52+	稳定	4-28	稳定	4-18	稳定	4-18	稳定	4-18	稳定	4-18	下降	4-18	下降
	意法半导体	52	稳定	52	稳定	52	稳定	26-52	稳定	26-52	稳定	13-52	稳定	13-39	稳定	13-39	稳定	13-39	稳定	13-39	稳定	13-39	稳定	13-39	稳定
	瑞萨	52	稳定	52	稳定	52	稳定	40	稳定	40	稳定	18-24	稳定	18	稳定	18	稳定	18	稳定	12	稳定	12	稳定	12	稳定
	德州仪器	40	稳定	40	稳定	40	稳定	26-52	稳定	26-52	稳定	16-20	稳定	16-20	稳定	16-20	稳定	16-20	稳定	16-20	稳定	16-20	稳定	16-20	稳定
	基法半导体	40	稳定	40	稳定	40	稳定	26-52	稳定	26-52	稳定	16-20	稳定	16-20	稳定	16-20	稳定	16-20	稳定	16-20	稳定	16-20	稳定	16-20	稳定
模拟-传感器	AMS	8-38	视市场情况	8-38	视市场情况	8-38	视市场情况	8-38	视市场情况	16-24	视市场情况	16-24	视市场情况	8-24	视市场情况	8-24	视市场情况	8-24	视市场情况	8-24	视市场情况	8-24	视市场情况	8-24	视市场情况
	博世	30-52	上涨	30-52	上涨	12-34	稳定	12-34	稳定	12-34	稳定	6-12	稳定	6-12	稳定	6-12	稳定	6-12	稳定	6-12	稳定	6-12	稳定	6-12	稳定
	霍尼韦尔	18-52	上涨	18-52	上涨	18-52	上涨	18-52	上涨	18-52	上涨	18-52	上涨	4-26	稳定	4-26	稳定	4-26	稳定	4-26	稳定	4-26	稳定	4-26	稳定
	ADI	25-45	稳定	25-45	稳定	25-45	稳定	25-45	稳定	25-45	稳定	25-45	稳定	25-45	稳定	12-24	稳定	12-24	稳定	12-24	稳定	12-24	稳定	10-18	稳定
	德州仪器	40-52	上涨	40-52	上涨	40-52	稳定	40-52	稳定	40-52	稳定	40-52	稳定	20-52	稳定	14-30	稳定	14-30	稳定	14-30	稳定	14-30	稳定	14-30	稳定
	基法半导体	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定
模拟-信号链	ADI	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定
	德州仪器	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定
	瑞萨	40-50	上涨	50-60	上涨	50-60	上涨	50-60	上涨	50-60	上涨	50-60	上涨	24-36	稳定	24-36	稳定	24-36	稳定	24-36	稳定	24-36	稳定	24-36	稳定
	ADI	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定	30-40	稳定
	德州仪器	35-42	稳定	35-42	稳定	35-42	稳定	35-42	稳定	35-42	稳定	35-42	稳定	35-42	稳定	35-42	稳定	35-42	稳定	35-42	稳定	35-42	稳定	35-42	稳定
	基法半导体	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定	40-50	稳定
交期和价格颜色含义:		交期延长 价格上涨		交期缩短 价格稳定		交期延长 价格下降																			

资料来源: 富昌电子, 招商证券

5、销售端：全球月度销售额 24M12 同比增幅达 17%，环比下滑

根据 SIA 数据，24M12 全球半导体销售额同比+17.1%/环比-1.16%，同比连续第十四个月实现正增长。SIA 最新数据显示，全球半导体市场 2024 年 12 月销售额为 569.7 亿美元，环比下滑 1.16%，同比增长 17.1%，环比下滑主要受到非美洲市场销售额回调的影响。2024 年全球半导体市场销售额达到了 6276 亿美元（折合人民币约 4.58 万亿元），与 2023 年相比，实现了 19.1% 的显著增长。2024 全年，从地区表现来看，美洲地区的半导体销售额增长尤为突出，同比增长高达 44.8%。而中国和亚太地区（除中国外）的半导体市场也分别实现了 18.3% 和 12.5% 的同比增长。然而，日本和欧洲地区的半导体市场则表现不佳，分别出现了 0.4% 和 8.1% 的同比下滑。

图 35：全球半导体销售情况（十亿美元，至 2024 年 12 月，注：销售金额为左轴）



资料来源：SIA、招商证券

三、产业链跟踪：部分环节边际改善明显，关注国产替代和 AI 创新趋势

1、设计/IDM：AI 持续火热带动相关芯片需求，关注算力芯片和板块复苏带来的边际提升

（1）处理器：DeepSeek 引发大芯片适配热潮

DeepSeek 火爆引发大芯片公司适配热潮，全球算力芯片公司业绩表现分化。 CPU 厂商 AMD 和英特尔 25Q1 营收同比指引表现分化，AMD 24Q4 数据中心部门营收环比仅+11%，预计 2025 年 PC 市场 TAM 同比实现中个位数增长，数据中心业务 25H1 表现预计和 24H2 保持一致。英特尔表示从 Gaudi 中吸取的教训是仅交付芯片是不够的，要能够交付完整的机架级解决方案。国内主要 GPU/CPU 公司 2024 全年业绩表现分化，华为昇腾、海光信息、寒武纪、龙芯中科等纷纷表示支持 DeepSeek 适配。

图 36：全球主要 CPU/GPU 厂商 24Q4 业绩情况及 25Q1 展望

	AMD	英特尔
24Q4营收	77亿美元	143亿美元
同比	24.0%	-7.0%
环比	12.0%	7.5%
24Q4具体业务表现情况	分部门： 客户：同比+58%/环比+21%； 游戏：同比-59%/环比+22%； 数据中心：同比+69%/环比+11%； 嵌入式：同比-13%/环比-0.4%。	分部门： Intel Products：同比-6%/环比+7%； Intel Foundry：同比-13%/环比+2%； Other：同比-20%/环比略有下降；
业绩展望	25Q1预计营收指引中值71亿美元（68-74亿美元），同比+30%/环比-7%。	25Q1预计营收指引中值122亿美元（117-127亿美元），同比-3.9%/环比-14.7%。

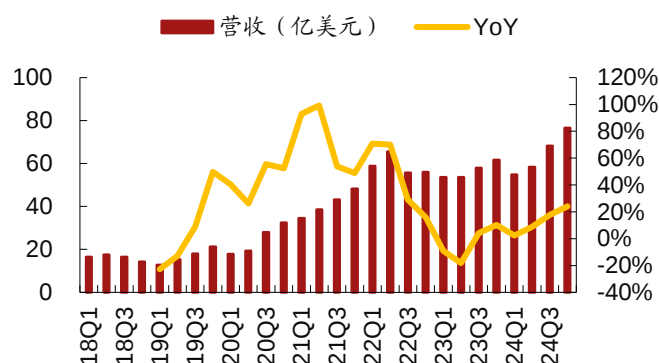
资料来源：公司公告和法说会纪要，招商证券

AMD：24Q4 数据中心部门营收环比+11%，2025 年 AI 相关收入超 50 亿美元。

根据 AMD 24Q4 季报和电话会信息，公司 24Q4 营收 77 亿美元，超指引中值（75 ± 3 亿美元），同比+24%/环比+12%，24Q4 分部门看：1）数据中心部门：营收 39 亿美元，同比+69%/环比+11%，得益于 AMD Instinct GPU 以及第四代和第五代 AMD EPYC CPU 的强劲销售增长，营业利润为 12 亿美元，占比 30%；2）客户部门：营收 23 亿美元，同比+58%/环比+21%，由于对 Ryzen 桌面和移动处理器的需求大幅增加，公司份额持续提升；3）游戏部门：营收 5.63 亿美元，同比-59%/环比+22%，主要原因是微软和索尼专注于减少渠道库存，半定制产品销售下滑；4）嵌入式部门：营收 9.23 亿美元，同比-13%/环比-0.4%，终端市场需求依旧喜忧参半，整体市场复苏速度慢于预期，航空航天与国防以及测试与仿真领域的强劲需求，被工业和通信市场的疲软所抵消。25Q1 公司预计整体营收 71 亿美元（± 3 亿），同比+30%/环比-7%，环比下滑主要受季节性因素影响。2025 年预计所有业务的需求环境都将改善，推动数据中心和客户端业务强劲增长，预计数据中心 25H1 和 24H2 保持一致（包括服务器业务和数据中心 GPU 业务），游戏和嵌入式业务实现适度增长，预计能够实现营收和每股收益（EPS）强劲的两位数同比增长。公司预计 2025 年个人电脑市场总规模（TAM）将同比

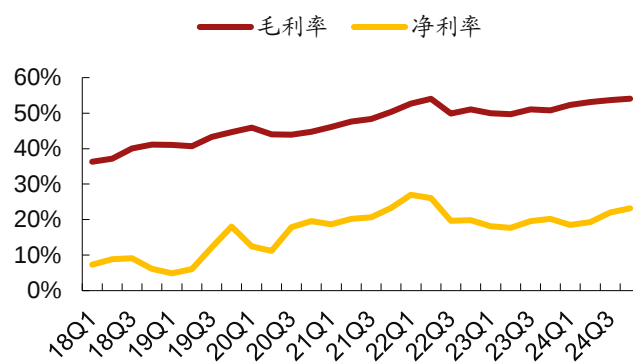
实现中个位数的增长。

图 37: AMD 分季度收入情况



资料来源: AMD, 招商证券

图 38: AMD 分季度毛利率和净利率情况



资料来源: AMD, 招商证券

国内大芯片公司业绩表现分化，预计行业内还是 AI 相关需求相对较好。根据各公司业绩预告情况，**海光信息**：公司 2024 年归母净利润中值预计 19.1 亿元，公司 CPU 产品进一步拓宽了市场应用领域、市场份额提升，DCU 产品快速迭代发展，进一步促进公司业绩较快增长。**寒武纪**：公司预计 24Q4 营收 9.5 亿元，实现单季扭亏，2024 全年亏损中值收窄至 4.4 亿元。**龙芯中科**：公司预计 2024 年营收 5.1 亿元，同比基本持平，主要系公司在传统优势工控市场停滞导致营收大幅下降的情况下，紧抓电子政务市场复苏的时机，充分发挥 3A6000 和 2K0300 等新品性价比优势，推动 24H2 营收重回增长周期，公司主动减少解决方案类业务，芯片产品业务营收同比有较大增长。龙芯 2024 年虽然信息化产品销量增长带动毛利率回升，但早期与桌面 CPU 配套出货的桥片成本较高影响到毛利率未恢复至理想水平，此外工控类芯片受特定行业需求仍未恢复的影响导致该部分毛利率贡献度降低，影响整体毛利率水平。**景嘉微**：2024 年利润同比大幅下降以致亏损，主要系公司专用领域产品销售大幅下降，部分项目受客户价格审核因素影响导致产品价格和最终审核价格存在差异，以及市场竞争压力和客户成本管控下公司部分产品毛利率下降。

图 39: 国内大芯片公司 2024 年业绩预告情况（单位：亿元）

公司	市值	营收	同比	归母	同比
海光信息	3273	91.3	52%	19.1	51%
寒武纪	2354	11.4	60%	-4.4	
龙芯中科	533	5.1	0%	-6.2	
景嘉微	475			-1.6	-372%

资料来源: 公司公告, 招商证券

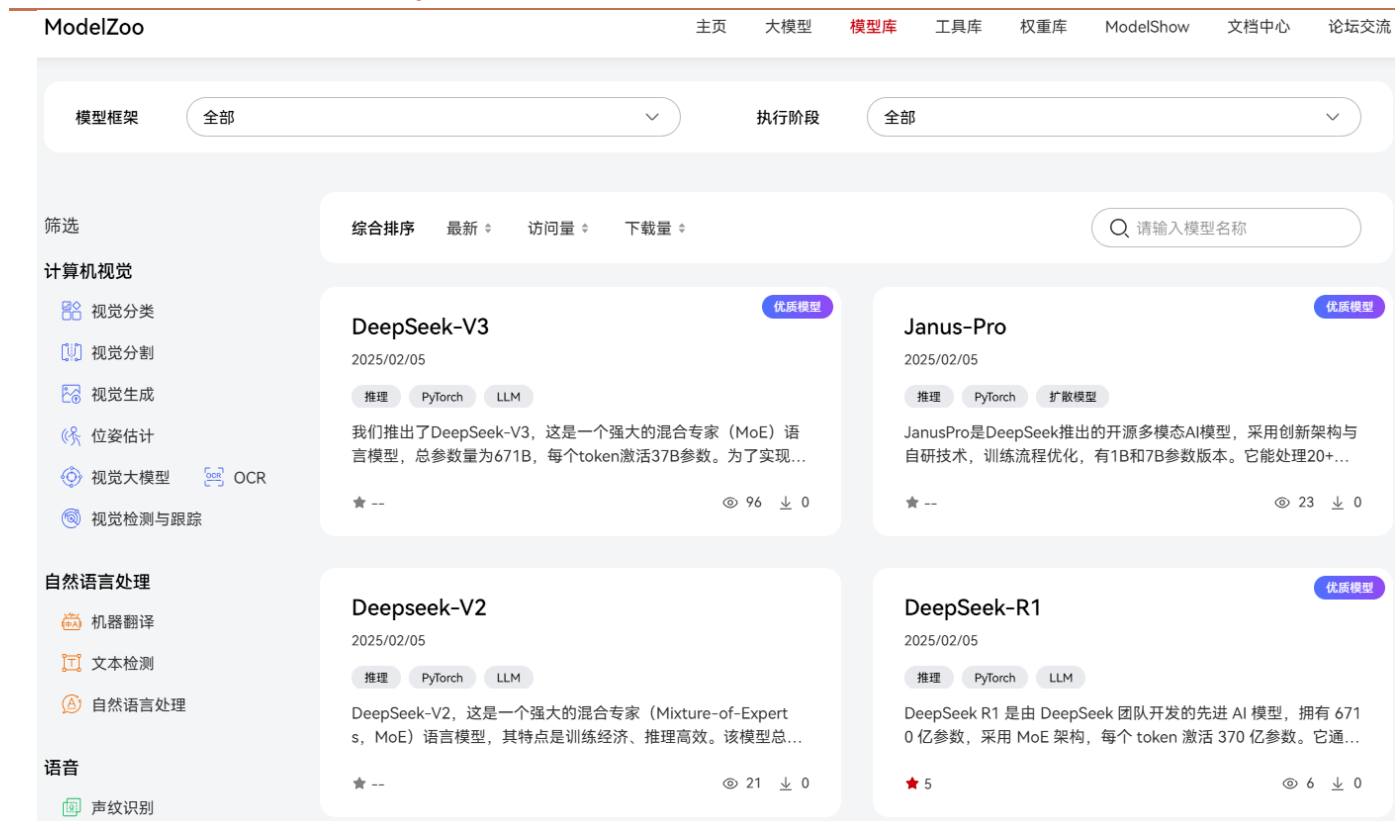
图 40: 国内大芯片公司 24Q4 业绩预告情况（单位：亿元）

公司	市值	营收	同比	环比	归母	同比	环比	扣非	同比	环比
海光信息	3273	29.9	44%	26%	3.8	6%	-43%	3.2	6%	-51%
寒武纪	2354	9.5	69%	688%	2.8	799%	246%	0.1	113%	105%
龙芯中科	533	2.0	78%	125%	-2.8	-125%	-164%	-2.8	-105%	-158%
景嘉微	475	-4.4			-1.9	-323%		-2.1	-477%	

资料来源: 公司公告, 招商证券

国内主流 GPU 厂商华为、海光、寒武纪等纷纷上线支持 DeepSeek 适配。华为昇腾 910 支持 DeepSeek 部署，可获得持平全球高端 GPU 部署的效果。根据华为官网信息，2025 年 2 月 4 日，DeepSeek-R1、DeepSeek-V3、DeepSeek-V2、Janus-Pro 正式上线昇腾社区，支持一键获取 DeepSeek 系列模型，支持昇腾硬件平台上开箱即用，推理快速部署，带来更快、更高效、更便捷的 AI 开发和应用体验。以 Deepseek-V3 为例，部署 DeepSeek-V3 模型需配置 4 台 Atlas 800I A2（8*64G）服务器资源（采用昇腾 910 处理器）。经过硅基流动和华为云团队连日攻坚，双方联合首发并上线基于华为云昇腾云服务的 DeepSeekR1/V3 推理服务，可获得持平全球高端 GPU 部署模型的效果，提供稳定的、生产级服务能力，让模型能够在大规模生产环境中稳定运行，并满足业务商用部署需求。此外，根据光合组织公众号信息，表示海光信息技术团队成功完成 DeepSeek V3 和 R1 模型与海光 DCU（深度计算单元）的国产化适配，并正式上线，用户现可通过“光合开发者社区”中的“光源”板块访问并下载相关模型，或直接登录网站搜索“DeepSeek”，即可基于海光信息 DCU 平台快速部署和使用相关模型。根据南京中科逆熵信息，南京智算中心与寒武纪、苏宁科技紧密携手，共同发力，成功上线全国产算力版 DeepSeek。根据龙芯中科官方信息，搭载龙芯 3 号 CPU 的设备成功启动运行 DeepSeek R1 7B 模型，采用龙芯 3A6000 处理器的诚迈信创电脑和望龙电脑已实现本地部署 DeepSeek，目前，龙芯正积极携手太初元碁、寒武纪、天数智芯、算能科技、openEuler 等合作伙伴，全力打造 DeepSeek 系列模型的多形态推理平台。

图 41：华为昇腾模型库中的 DeepSeek

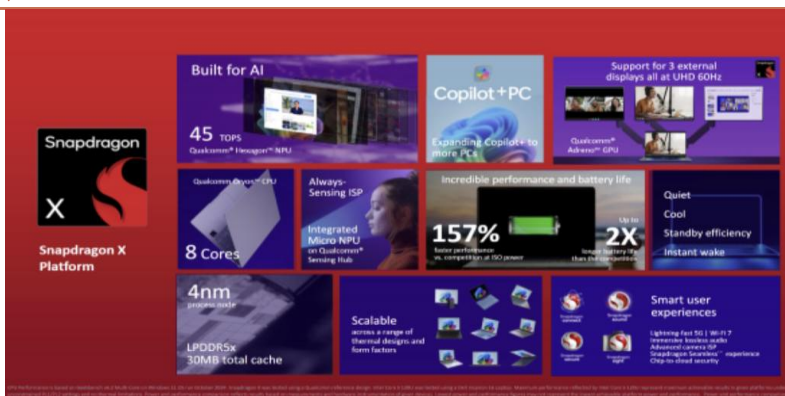


资料来源：华为，招商证券

高通：CES2025 发布新款骁龙 X 芯片，汽车领域宣布近十项新合作。1) 在 PC 领域，高通宣布推出全新骁龙 X 平台，为骁龙 X 系列计算平台产品组合的第四款平台，采用 4 纳米制程工艺制造，能够提供长达多天的电池续航和强大的性能，

包括支持运行最新 AI 软件,且运行该芯片的微软 Copilot+PC 售价低至 600 美元。宏碁、华硕、戴尔、惠普和联想等领先 OEM 厂商预计将于 2025 年初推出搭载 Snapdragon X 的 Copilot+PC。此外高通还将推出全球首款搭载 Snapdragon X 芯片的迷你台式电脑。**2) 在汽车领域**,高通展示了与阿尔卑斯阿尔派、亚马逊、零跑汽车、Mahindra、现代摩比斯和皇家恩菲尔德等多家企业的合作,展现 AI 赋能汽车的潜力。**3) 在智能家居领域**,高通展示了集成在家电、智能电视和人形机器人中的新型 AI 聊天机器人,并预计 2025 年将成为“智能家居 2.0”的开端。

图 42: 高通全新骁龙 X 平台



资料来源: 高通, 招商证券

联发科: 与英伟达合作打造 GB10 Grace Blackwell 超级芯片。联发科与 NVIDIA 合作共同开发了 NVIDIA GB10 Grace Blackwell 超级芯片, 该芯片将应用于 NVIDIA 的个人 AI 超级计算机 NVIDIA Project Digits。其中联发科主要负责 CPU 部分的设计。Project DIGITS 是英伟达第一台台式机产品,起售价为 3000 美元,最快 5 月上市。

图 43: Project DIGITS 项目



资料来源: 英伟达, 招商证券

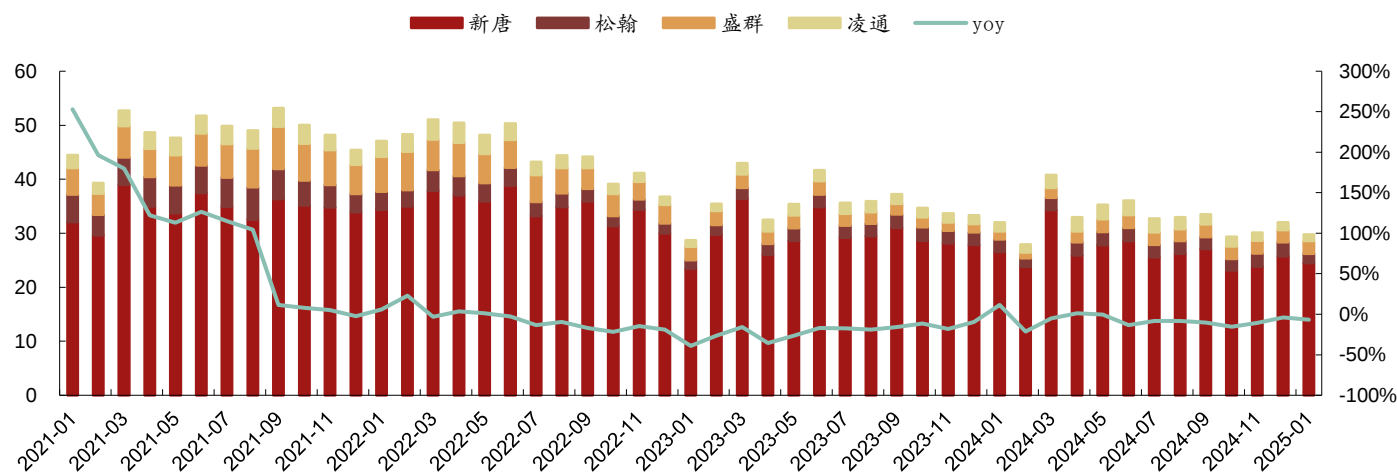
近期国内端侧 AI 硬件关注度持续, 关注后续行业复苏趋势及细分赛道进展。国内 SoC 以 IoT、智能家居等应用为主, 24Q1-24Q3 同比表现持续向好。近期端侧 AI 应用持续推出新品, 如 Rokid、百度、Looktech、雷鸟创新等 AI 眼镜, 字节豆包 AI 耳机 Ola Friend, BubblePal、汤姆猫 AI 童伴机器人等 AI 玩具等, 关注新品突破及眼镜/耳机等 AI 端侧细分赛道进展。**1) 乐鑫科技**参加火山引擎 2024 冬季 FORCE 原动力大会, 火山引擎与乐鑫、ToyCity、Folotoy 及魂伴科技联合发布了 AI+硬件智联计划。乐鑫科技目前在 AI 手办等技术端支持如下功能: ①通

用 IoT 功能，如连接、控制、屏显、摄像头；②边缘 AI 功能，支持语音唤醒、语音控制、人脸和物体识别等；③云端 AI 功能：依托于豆包等大模型实现生成式内容输出，不论输出形式是语音或是屏幕显示；2) 晶晨股份 24H2 发布业界首款集成 4K 和 AI 功能的 6nm 商用芯片 S905X5，自研端侧边缘 AI 能力，可实现本地字幕翻译、实时翻译等多种功能；目前 6nm 芯片已商用出货，且已有多家全球知名运营商决定基于此款芯片推出其下一代旗舰产品，未来发展潜力巨大。公司提早布局端侧 AI 研发，目前已有超 15 款配备 NPU 的芯片，算力范围 1T~5T，可覆盖智能家居的多应用场景。此外公司 8K 芯片均获得中国移动、中国电信首次 8K 批量招标的全部分额，海外拓展亦有积极进展；3) 瑞芯微 24Q3 业绩高增长，Q4 业绩有望再接再厉，围绕 RK3588 系列为旗舰，充分发挥 AIoT SoC 芯片“雁形方阵”布局优势，促进各产品线持续增长。目前公司 AIoT 芯片产品矩阵齐全、通用性高，算力水平覆盖 0.2T~6T，已有多领域客户基于瑞芯微主控芯片研发在端侧支持 AI 大模型的新硬件，如 AI 学习机、词典笔、智能音箱、桌面机器人、算力终端、会议主机等产品；4) 恒玄科技公司芯片已在魅族等智能眼镜产品中应用发布，也有一些客户项目在导入阶段。展望 24Q4 和 2025 年，受益于上游成本下降和产品结构改善，预计公司毛利率将持续改善；5) 全志科技深耕机器人与工业控制、车载驾舱及通用智能终端等市场，在通用计算平台基础上持续提升核心技术和细分领域产品。推出八核异构通用计算平台 A527 系列，在相关领域实现方案交付并量产；同时搭载 Cortex-A76 大核处理器的八核通用计算平台 A733 已完成流片，进一步承接更高算力应用的需求。预计公司 Q4 营收环比持平，考虑政府补贴等因素，业绩有望环比提升；6) 中科蓝讯与字节跳动旗下的云服务平台火山引擎展开深度合作，11 月讯龙三代 BT895x 芯片完成与火山方舟 MaaS 平台的对接，已向用户提供适配豆包大模型的软、硬件解决方案；目前已经适配实时翻译、会议纪要、实时对话等功能，后续双方将会面对不同使用场景推出更多 AI 功能。此外在 AI 眼镜方面，公司蓝牙音频芯片 AB5656C2、AB5636A 已分别应用于 MINISO 名创优品智能音乐眼镜、WITGOER 智国者 S03 智能音频眼镜，眼镜具有支持清晰语音通话、音乐播放、智能拍照等功能；7) 炬芯科技：公司端侧 AI 处理器芯片当前主要应用在音频市场，2024 年蓝牙音箱 SoC、低延迟高音质无线音频 SoC 和端侧 AI 处理器芯片产品增速较快，国际一线品牌客户在营收贡献比例上逐步增加；新一代三核架构产品采用更先进的工艺制程，较现有产品可实现供几十倍至上百倍的算力提升，有望在明年贡献营收。

（2）MCU：价格处于周期底部，订单能见度有限

中国台湾 MCU 厂商月度收入同比持续承压。1 月新唐/盛群/松翰/凌通收入分别同比-7.7%/-24.4%/+53.2%/-25.5%，新唐表示车用市场需求疲弱，消费类产品仍受价格压力和需求不振影响，同时 25Q1 为传统淡季，具体情况要看车用库存调节的复苏情况而定；盛群 11 月营收增长较快，主要系去年同期基数较低，同时公司自 2024 年下半年开始陆续推出的新品开始放量，覆盖智能家居/IoT 以及绿色能源领域。

图 44：中国台湾 MCU 厂商月度营收（亿新台币）及同比增速



资料来源：Wind、招商证券

MCU 行业价格趋于稳定，但订单能见度不高。从需求侧看，24Q4 消费、汽车、工业类需求回暖一直不明显，尽管代理商和客户库存陆续去化，但整体来看，目前 MCU 厂商接单均以急单短单为主，订单能见度不明朗；从供给侧看，产业内部积极与晶圆厂进行谈判，但进一步降低成本的空间有限。当前 MCU 行业依然处于供过于求的状态，价格趋于稳定，但部分产品线价格竞争相对激烈。

（3）存储：HBM 景气持续，端侧产品加速创新

➤ 整体存储行业

高端存储器和消费级产品表现分化，NAND 行业需求弱于 DRAM。三大存储原厂季度盈利能力持续大幅改善，DRAM 和 NAND 产品量价齐升，但主要系 HBM、eSSD 等高端产品需求旺盛，消费类产品需求仍有所承压，整体需求预计温和复苏，三大原厂后续资本开支仍聚焦 HBM、eSSD 等高端产品。①三星预计 24Q4 虽然对 AI 的需求可能保持强劲，但预计一些移动客户将继续调整库存，展望 2025 年需求仍主要为高附加值产品驱动；②美光维持 2025 年 DRAM 位元需求增长率指引为中十位数百分比，将 NAND 位元需求增长率指引从中十位数百分比下修至低十位数百分比，主要系消费类需求疲弱、数据中心 NAND 出货有所放缓；③SK 海力士表示 HBM3E、eSSD 需求强劲，但 PC 和手机等存储产品采购需求疲软。公司预计 2025 年 DRAM 需求增长中至高十位数百分比，NAND 需求预计增长低十位数百分比。

2025 年 HBM 等高端存储器仍为主旋律，存储原厂产品积极从 HBM3E 向 HBM4 迭代。北美互联网云厂商资本开支规划超预期，HBM 等用于 AI 服务器中的高端存储器需求持续旺盛，美光将 2025 年 HBM 市场规模指引从 250 亿美元提升至 300 亿美元，预计 2028 年将达 640 亿美元，2030 年将达 1000 亿美元。2025 年 SK 海力士、美光、三星三大存储原厂 HBM3E 产品持续放量，SK 海力士指引 2025 年 HBM 收入同比翻倍以上增长，美光指引 2025 财年 HBM 收入达数十亿美元；另外三大存储原厂加速产品升级迭代，HBM4 产品有望在 25H2 至 2026 年规模量产。

2025 年 AI 手机、PC、可穿戴等渗透率加速提升，端侧存储持续扩容。2025 年，AI 端侧如手机、PC、可穿戴等产品持续落地。SK 海力士预计，2025 年 AI 手机和 AI PC 渗透率将分别增长至约 30% 和 30-40%；在前期 2025 年 CES 大会上，

雷鸟 V3 Pro、Rokid 等多款 AI+AR 眼镜等可穿戴产品亮相。近期 Deepseek 等国大模型发布,通过自研分布式训练框架降低单次模型训练成本,可降低算力需求,使复杂模型在边缘设备(如手机、IoT 设备)上运行成为可能,将进一步加速搭载 AI 大模型的端侧产品落地。端侧 AI 发展将直接拉动存储容量增长,PC 方面,根据美光数据,2024 年 PC 平均内存容量约为 12GB,而 2025 年新款 AI PC 至少配备 16GB 容量 DRAM,中高端机型则配备 32-64GB 容量;手机方面,2024 年手机 DRAM 平均容量为 8GB,AI 手机 DRAM 容量将增至 12-16GB;可穿戴产品方面,根据维深 XR 拆解, Rayban Stories 采用金士顿的 512MB LPDDR3+4GB eMMC 5.0 的 eMCP 芯片,而 Rayban Meta 采用 2GB LPDDR4X+32GB eMMC 5.1 的 eMCP 芯片,存储容量有数倍提升。根据我爱音频网的拆解,基于豆包 AI 大模型的字节跳动 Ola Friend 耳机采用 2 颗 128Mb NOR Flash,容量较普通 TWS 耳机搭载的 64-128Mb NOR 有明显提升。

- **存储模组:** 国内部分厂商进入一线可穿戴品牌厂商供应链,如江波龙 ePoP 产品已经广泛用于小天才、佳明等一线厂商智能穿戴设备中,ePoP4X 产品已通过高通、展锐等主流穿戴 AI SoC 厂商的认证;佰维存储 ePoP 等存储产品已经进入 Meta、Rokid、雷鸟创新、闪极等国内外知名 AI/AR 眼镜厂商,和 Google、小天才、小米等国内外知名智能穿戴厂商供应链体系;
- **利基存储芯片:** 以 NOR 为例,随着 AI PC BIOS 程序量代码量的不断增长,NOR 容量持续增长;AI 眼镜新品逐步落地,未来出货有望对标 TWS 耳机等持续提升,进而带动整体 NOR 需求提升;目前行业头部品牌对 NOR 需求较大,而中低端 TWS 耳机对 NOR 容量需求相对较小,未来耳机升级将持续带动低容量 SONOS 工艺 NOR 向高容量 ETOX 工艺产品迭代。另外,考虑到三星等海外大厂在 2025 年持续退出利基存储市场,国内厂商份额也有望逐步提升。

1) 财务表现: 整体盈利能力同环比改善,传统和高端业务表现分化加剧

三星电子 24Q4 收入利润环比下滑。公司 24Q4 收入为 75.8 万亿韩元,同比+12%/环比-4%;营业利润为 6.49 万亿韩元,同比+132%/环比-29%。公司 24Q4 存储业务营收为 23 万亿韩元,同比+46%/环比+3%,主要得益于 HBM 和高密度 DDR5 服务器内存的销量增加,DRAM 平均售价上涨;存储业务所在的 DS 部门 Q4 营业利润为 2.9 万亿韩元,同比+232%/环比-26%,环比下滑主要系研发费用增加,以及产能初期爬坡带来的成本导致。三星电子 24Q4 DRAM bit 出货量环比下降 13-15%,ASP 环比+20%;NAND bit 出货量环比下降个位数百分比,ASP 环比下降中个位数百分比。

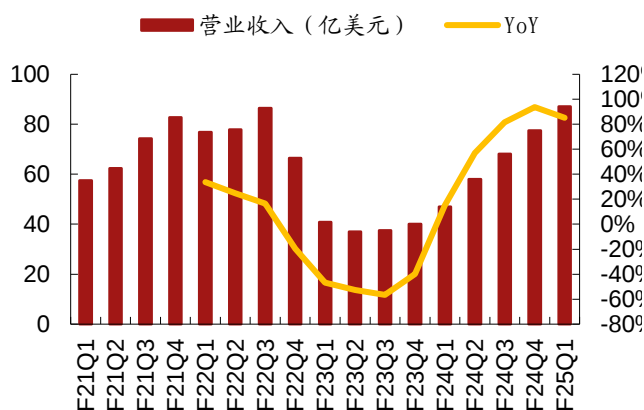
美光发布 FY25Q1 业绩,同比高增长,DRAM 和 NAND 业务环比表现分化。美光 FY25Q1 收入为 87.1 亿美元,符合指引(87±2 亿美元),同比+85%/环比+12%;毛利率 39.5%,同比+38.7pcts/环比+3pcts,符合指引(39.5%±1.0pcts)。DRAM 单季收入 64 亿美元,同比+88%/环比+20%,占比 73%,位元出货量增长低十位数百分比,ASP 环比增长高个位数百分比;NAND 单季收入 22 亿美元,同比+83%/环比-5%,占比 26%,位元出货量与 ASP 环比均下降低个位数百分比。

美光表示消费类需求依然疲软,FY25Q2 展望不及预期。按 NON-GAAP 口径,指引收入 79±2 亿美元,中值同比+36%/环比-9.3%,公司表示由于消费类客户去库存,FY25Q2 位元出货将低于预期;毛利率 38.5%±1pcts,中值同比+18.5pcts/环比-1pct。

SK 海力士 24Q4 收入和利润创历史新高,NAND 出货量不及此前指引。24Q4

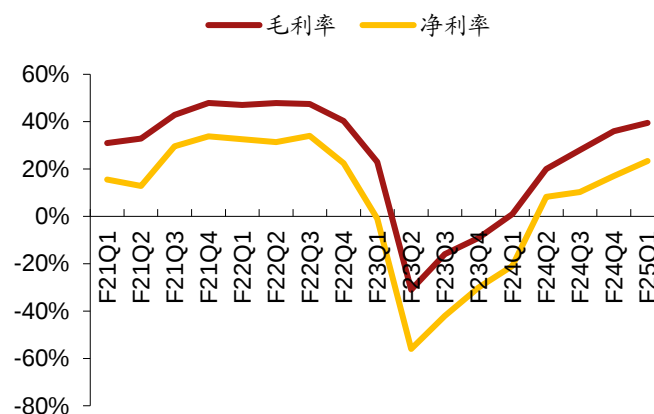
收入 19.77 万亿韩元，同比+75%/环比+12%；毛利率为 52%，同比+32pcts/环比持平；净利率为 41%，同比+53pcts/环比+8pcts，公司单季营收及利润均创历史新高，主要系 HBM 和 eSSD 等销售大幅增加。**1) DRAM:** 24Q4 收入 14.6 万亿韩元，同比+99.0%/环比+20.6%，位元出货量环比增长中个位数百分比，ASP 环比增长约 10%，主要系 HBM 及 DDR5 等高附加值产品收入增长；**2) NAND:** 24Q4 收入 4.7 万亿韩元，同比+44.7%/环比-3.6%，位元出货量及 ASP 均环比下降中个位数百分比，出货量不及预期，主要系 PC 和移动设备客户库存调整导致采购需求下降。

图 45: 美光分季度营收及增速



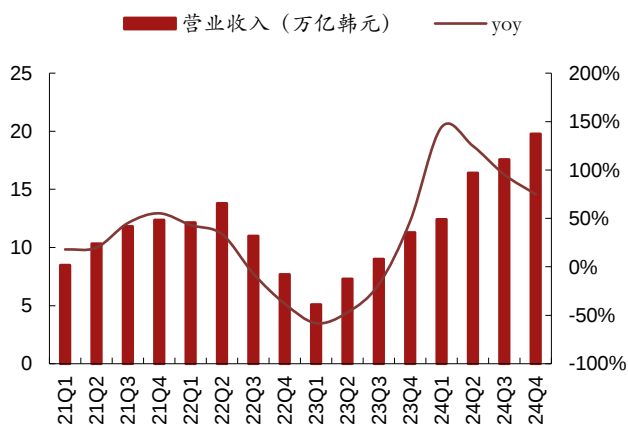
资料来源：美光，招商证券

图 46: 美光分季度毛利率及净利率



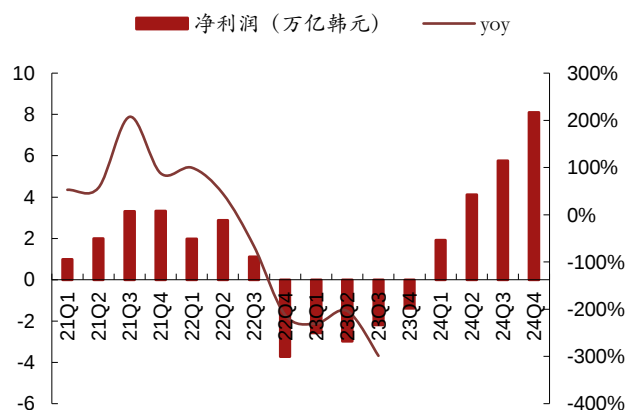
资料来源：美光，招商证券

图 47: SK HYNIX 分季度收入情况



资料来源：SK Hynix，招商证券

图 48: SK HYNIX 分季度净利润情况



资料来源：SK Hynix，招商证券

2) 需求侧: 下游 PC 和手机存储等呈现弱复苏态势, AI 服务器存储需求强劲, 汽车 OEM 厂商持续库存调整。1) PC: 美光预计 2025 年按行业出货量增长中个位数百分比, 出货主要集中于下半年, 主要系 windows 升级带来的换机需求; SK 海力士预计 2025 年 PC 出货量同比增长低至中个位数百分比, AI PC 渗透率达 30-40%; **2) 智能手机:** 美光预计 2025 年出货量同比增长低个位数百分比, 位元出货将集中于财年下半年; SK 海力士预计 2025 年智能手机出货量同比增长低至中个位数百分比, AI 手机渗透率增长至约 30%; **3) 服务器:** SK 海力士预计整体服务器出货量同比增长高个位数百分比; 美光预计 2025 年服务器出货量同比增长中至高个位数百分比, 传统服务器出货量同比增长低个位数百分比; **4) 汽**

车和工业：美光表示产量低于预期，OEM 厂商持续库存调整。

美光上修 2025 年 HBM 市场规模指引，三大原厂 HBM4 产品将在 2026 年批量出货。1) SK 海力士：24Q4 HBM 占公司 DRAM 收入 40%以上，2024 全年 HBM 收入同比增长超 4.5 倍；公司完成 16 层 HBM3E 产品开发，预计 2025 年完成 12 层 HBM4 产品开发并将于 2026 年量产；2025 年公司 HBM 收入预计同比翻倍以上增长，其中来自 ASIC 客户的需求预计显著增加；2) 三星：8 层和 12 层 HBM3E 产品已进入量产和销售阶段，在 24Q4 将 HBM3E 供应扩展到多个 GPU 供应商和数据中心客户，HBM3E 优化产品预计在 25Q2 全面交付；公司 HBM4 的开发工作正在按计划进行，目标 2025 年下半年开始量产；3) 美光：公司预计 2024 年 HBM 市场规模为 160 亿美元，将 2025 年 HBM 市场规模指引从 250 亿美元提升至 300 亿美元，预计 2028 年将达 640 亿美元，2030 年将达 1000 亿美元。公司指引 2025 财年 HBM 收入达数十亿美元，HBM4 产能预计在 2026 年大批量爬坡。

3) 供给侧：2025 年存储原厂资本支出主要用于偏先进 DRAM 产品扩产，NAND 资本支出或将缩减。美光 2024 财年资本支出为 81 亿美元，预计 2025 财年为 140 ± 5 亿美元，有限投资 1β 和 1γ nm DRAM，NAND 资本支出可能缩减以匹配行业需求；SK 海力士指引 25Q1 DRAM 位元出货量将环比下降低十位数百分比，NAND 出货量环比下降高十位数百分比，主要系终端市场存储库存较高及季节性疲软所致。公司预计 2025 年资本支出同比增长有限但新产线基础设施支出增长显著。Trendforce 表示，由于部分供应商展开新增产能规划，预估 2025 年整体 DRAM 产业位元产出将年增 25%，成长幅度较 2024 年大，主要驱动力来自 HBM。

表 9：2024-2025 年 DRAM 位元供给增速预估

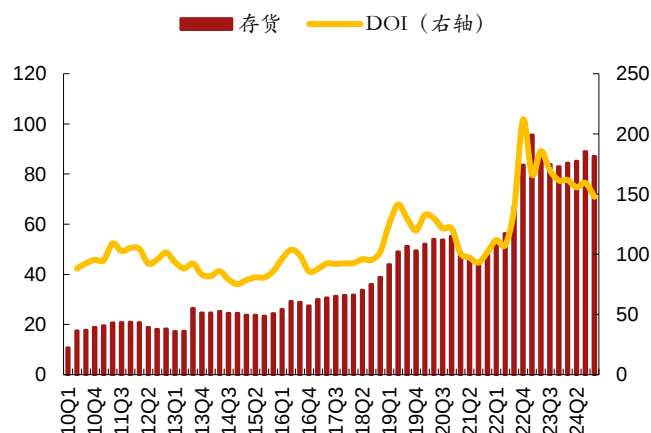
产品	2024E	2025E
整体 DRAM 市场	17%	25%
排除 HBM 之外的市场	13%	20%

资料来源：Trendforce，招商证券

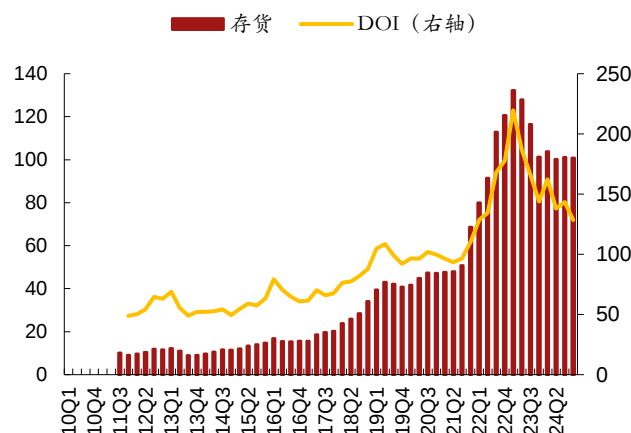
4) 库存端：原厂当前库存达到相对健康水平，季度 DOI 保持稳定。美光 FY25Q1 末库存 87 亿美元/环比略降，DOI 148 天/环比-10 天；SK 海力士截至 24Q4 末库存为 101 亿美元，环比持平，DOI 为 128 天，环比减少 15 天。

图 49：美光库存和存货周转天数（加回存货减值，亿美元）

图 50：SK 海力士库存和存货周转天数（加回存货减值，亿美元）



资料来源：Bloomberg，招商证券



资料来源：Bloomberg，招商证券

5) 价格端：DRAM 和 NAND 表现分化。原厂整体价格持续上涨，主要系 HBM 和 eSSD 等产品销售增长。美光 FY25Q1 DRAM 单季 ASP 环比增长高个位数百分比，NAND 单季 ASP 环比下降低个位数百分比；SK 海力士 24Q4 DRAM 单季

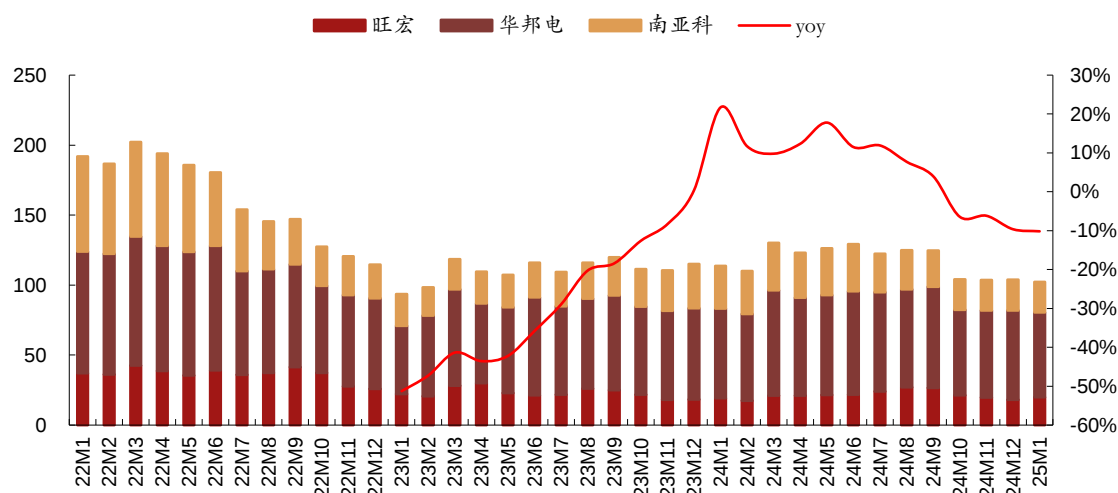
敬请阅读末页的重要说明

ASP 环比增长约 10%，NAND ASP 环比下滑中个位数百分比。

➤ 利基存储行业

整体需求并无显著复苏，中国台湾利基存储龙头 1 月收入同比有所下跌。中国台湾旺宏/华邦电/南亚科 2025 年 1 月合计收入同比实现下滑 6.2%，其中旺宏/华邦电/南亚科分别同比+4.13%/-5.26%/-29.37%。

图 51：中国台湾存储厂商月度营收（亿新台币）及增速



资料来源：公司财报、招商证券

国内多数利基存储芯片公司公布业绩预告，从 2024 年全年来看，由于出货量改善、部分产品价格企稳回升、减值损失计提减少等，国内利基存储芯片公司收入和利润均有不同程度同比增长；从 24Q4 单季度来看，多数公司收入和利润同比增长明显，但环比表现分化。按照业绩预告指引，兆易、普冉、恒烁等 Q4 利润环比下滑，可能系价格表现平稳、但年底费用计提较多等影响；聚辰由于产品结构改善、出货量提升等，2024 全年及 24Q4 利润表现较好。

兆易创新表示，利基 DRAM 方面，价格从 24Q3 末开始下行，主要系海外头部厂商停产 DDR3、减产 DDR4 的过程中，需要处理尾货，叠加去年三季度以来需求偏淡。但利基 DRAM 价格自 10 月中下旬以来筑底，目前下行空间相对有限，公司预计行业供给格局改善可能出现在 25Q2 至 25H2。公司 8Gb DDR4 已经量产出货，将主要用于 TV、工业、安防等领域，LPDDR4 有望在 25H2 贡献收入；NOR 方面，公司部分产品用于 AI 耳机、AI 眼镜、AI PC 等消费类终端产品，在工业、汽车等市场继续突破。

普冉股份 2024 年收入同比增长 58%，研发及其他期间费用同比增长约 30%。公司拟授予 133 人激励对象 111.28 万股，占总股本的 1.05%，激励对象人数占截至 24Q3 公司总人数的 31.44%。公司设立 2025-2028 年的收入增长率作为考核目标，触发值为以 2023 年收入为基数，2025-2028 年的营收增长率分别不低于 35%/65%/95%/125%，对应收入分别不低于 15.2/18.6/22.0/25.36 亿元；目标值为以 2023 年收入为基数，2025-2028 年的营收增长率分别不低于 70%/120%/160%/200%，对应收入分别不低于 19.16/24.8/29.3/33.8 亿元。

聚辰股份 2024 全年和 24Q4 利润增长较好，主要受益于 SPD 产品及用于汽车电子、工业控制等高附加市场的 EEPROM 产品出货量快速提升，另外公司 NOR 业务高增长，工业级 EEPROM 和音圈马达驱动新品产品线成功迭代。

东芯股份表示，公司利基存储产品市场价格仍处于历史低位，仍进行部分库存减值，但减值金额同比下降；新品方面，公司 1xnm 闪存产品进入风险量产阶段，WiFi-7 通信芯片研发进展顺利，公司 24H2 投资的上海砺算科技首代芯片进入流片阶段，确认投资收益约-1600 万。

恒烁股份利润仍承压，公司以保持市占率为策略，价格处于低位；公司加速库存去化，但由于库存周转率仍处于较低水平，因此计提存货减值损失也对利润造成影响；同时公司持续投入研发和拓展市场等，期间费用率处于高位。

图 52：国内利基存储芯片公司已披露业绩情况

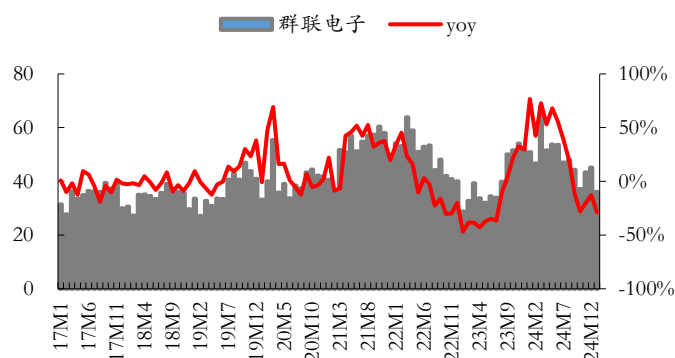
单位：亿元	2024全年						24Q4					
	收入	增速	归母净利润	增速	扣非净利润	增速	收入	增速	归母净利润	增速	扣非净利润	增速
兆易创新	73.5	同比+27.6%	10.9	同比+576.4%	10.3	同比+3659%	17	同比+24% 环比-17%	2.58	同比增加5.3亿元 环比-18%	2.35亿元	同比增加5.66亿元 环比-17%
普冉股份	17.8	同比+57.9%	2.7	同比增长3.18亿元	2.46	同比增长3.1亿元	4.14	同比+15% 环比-12%	0.45	同比-15% 环比-49%	0.19	同比-60% 环比-76%
东芯股份	6.37	同比+20%	亏损1.95-1.55亿元	同比增长1.11-1.51亿元	亏损2.25-1.85亿元	同比增长1.02-1.42亿元	1.9	同比+19.2% 环比+5.1%	-0.65~-0.25	同比增长0.95-1.35亿元 环比减少0.25~增加0.15亿元	-0.72~-0.32	同比增长0.97~1.37亿元 环比-0.19~增加0.22亿元
聚辰股份			2.75-3.05	同比增长174%-204%	2.5-2.8	同比+183%-217%			0.64-0.94	同比+255%-422% 环比-7%~+37%	0.5-0.8	同比+132%-271% 环比-10%~+44.5%
恒烁股份			亏损1.57亿元	同比增长0.16亿元	亏损1.74亿元	同比增长0.18亿元			-0.52	同比增长0.24亿元 环比减少0.22亿元	-0.51	同比增长0.33亿元 环比减少0.16亿元

资料来源：公司财报、招商证券

➤ 存储模组行业

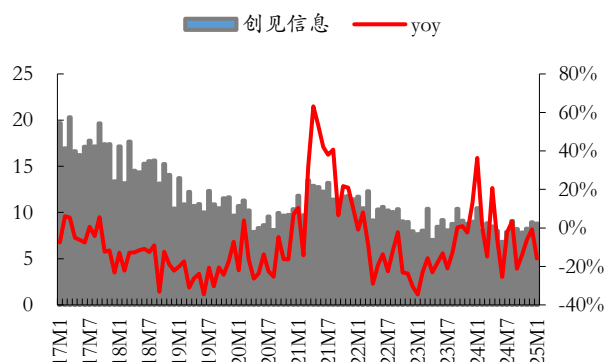
中国台湾存储模组厂商 1 月营收同比仍下滑。群联/创见/威刚产品下游以消费/工控类为主，1 月收入分别同比-29%/-15.8%/-21.1%。2024 年下半年开始，市场需求呈现明显的结构性分化特征，消费电子领域复苏相对缓慢、逐季承压，企业级存储、车规工规存储等中高端产品领域需求稳定增长。

图 53：群联电子月度收入（1 月，亿新台币）



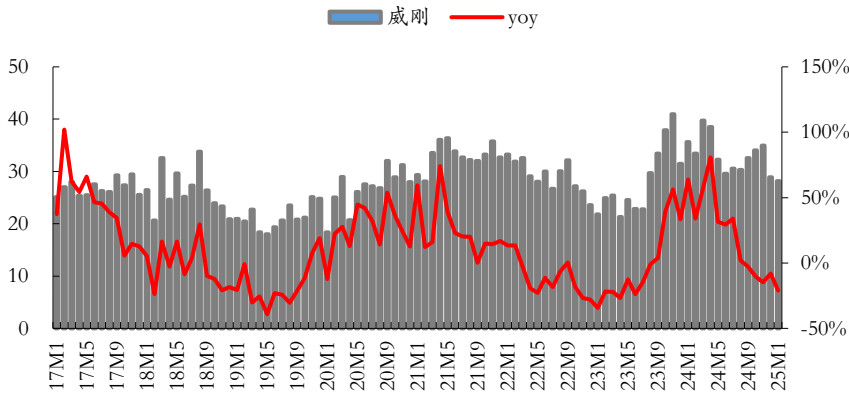
资料来源：公司财报、招商证券

图 54：创见信息月度收入（1 月，亿新台币）



资料来源：公司财报、招商证券

图 55：威刚工控月度收入（1 月，亿新台币）



资料来源：公司财报、招商证券

从 2024 全年来看，国内多数存储模组和主控芯片公司收入和利润同比显著提升。江波龙全年企业级存储（eSSD+RDIMM）预计收入 9 亿元，巴西控股子公司 Zilia 预计收入 23 亿元，同比+120%，公司四大产品线全线增长，雷克沙品牌全年收入约为 35 亿元；佰维存储全年业务大幅增长，并大力拓展国内外一线手机和 PC 客户；德明利基本实现固态硬盘、嵌入式存储、内存产品、移动存储四大类系列存储模组全品类覆盖，部分产品顺利完成市场导入并通过客户验证；联芸科技全年数据存储主控芯片业务实现同比稳健增长，AIoT 信号与处理芯片业务收入同比显著增长。

从 24Q4 单季度来看，由于主流存储产品价格自 24Q2 以来持续下滑，消费类需求复苏不及预期，叠加年底库存减值、费用计提较多等因素影响，存储模组公司如江波龙、佰维存储、德明利 24Q4 利润均环比下滑。

图 56：国内存储模组及主控芯片公司已披露业绩情况

单位：亿元	2024 全年						24Q4					
	收入	增速	归母净利润	增速	扣非净利润	增速	收入	增速	归母净利润	增速	扣非净利润	增速
江波龙	165-180	同比+63%-77.8%	4.38-5	同比增长12.66-13.28亿元	1.15-1.7	同比增长10-10.5亿元	32.3-47.3	同比-9%~+33.4%环比-23.6%~+12%	亏损0.57-1.19亿元	同比减少1.1-1.74亿元环比减少0.2-0.82亿元	亏损3.27-3.8亿元	同比减少3.4-3.97亿元环比减少2.85-3.4亿元
佰维存储	65-70	同比+81%-95%	1.6-2	同比增长7.84-8.24亿元	0.65-0.9	同比增长7-7.3亿元	14.7-19.4	同比+0.4%-34.5%环比-7%~+24.6%	亏损0.28-0.68亿元	同比增加0.7-1.1亿元环比减少0.13至增加0.27亿元	亏损1.35-1.6亿元	同比减少0.05至增加0.2亿元环比减少0.75-1亿元
德明利	45-50	同比+153.4%-181.6%	3.4-4	同比+1260-1500%	2.94-3.54	同比+1868-2270%	9-14	同比+13%-75%环比-36%~-1.3%	亏损0.22-0.82亿元	同比减少1.58-2.18亿元环比减少0.56-1.16亿元	亏损0.48-1.08亿元	同比减少1.82-2.42亿元环比减少0.8-1.4亿元
朗科科技			亏损0.9-1.2亿元	同比减少0.46-0.76亿元	亏损0.83-1.15亿元	同比减少0.3-0.63亿元			亏损0.22-0.52亿元	同比减少0.15-0.45亿元环比减少0.14至增加0.16亿元	亏损0.05-0.37亿元	同比减少0.3至增加0.02亿元环比增加0.065-0.39亿元
联芸科技			1.19	同比+127.84%	0.44	同比+41.7%			0.46	同比-14%环比+43%	0.18	同比-58%环比+126%

资料来源：公司财报、招商证券

（4）模拟：24 全年表现可见行业竞争压力持续，国内部分上市公司已实现利润同比改善

国际大厂 TI/ MPS 分别预计 25Q1 营收同比+6.6%/+35.4%，TI 表示全球工业领域需求均未看到周期性增长，中国也不例外，24Q4 中国汽车市场表现强劲。国内模拟芯片公司中大部分消费类模拟芯片公司 24Q4 收入同比增长明显，但是行业竞争加剧对于毛利率的影响比较明显。

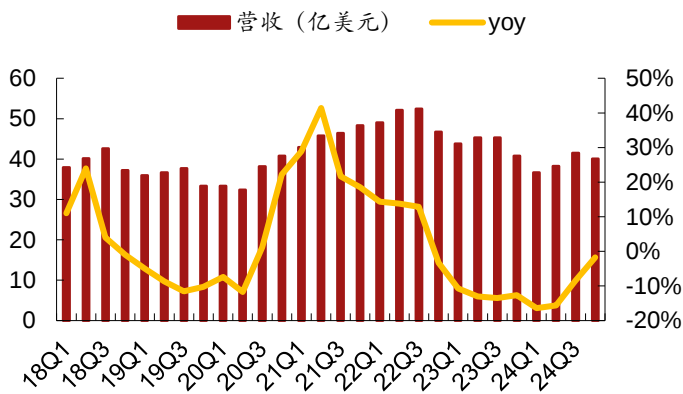
图 57：全球主要模拟芯片厂商 24Q4 财务情况及 25Q1 展望

	TI	MPS
24Q4营收	40.1亿美元	6.2亿美元
同比	-2.0%	36.9%
环比	-3.0%	0.2%
24Q4具体业务表现情况	分产品类型： 模拟：同比+2%/环比-1.5%； 嵌入式：同比-18%/环比-6.1%； 其他：同比+7%/环比-20%。 分终端市场： 汽车：环比增长中个位数； 工业：环比下降低个位数； 通信设备：环比增长高个位数； 企业系统：环比增长约20%； 个人电子产品：环比下降低个位数。	分终端市场： 汽车：同比+43%/环比+15.3%； 工业：同比+22.3%/环比-7.3%； 通信设备：同比+55.9%/环比-11.2%； 企业系统：同比+51.2%/环比+5.7%； 存储与计算：同比+16.42%/环比-5.2%； 消费：同比+31%/环比-11%。
业绩展望	25Q1预计营收指引中值39亿美元（37.4-40.6亿美元），同比+6.6%/环比-2.7%。	25Q1预计营收中值6.2亿美元（6.1-6.3亿美元），同比+35.4%/环比持平。

资料来源：公司公告和法说会纪要，招商证券

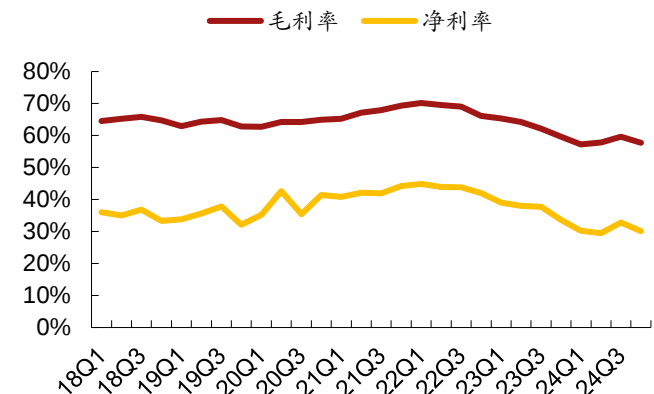
TI 24Q4 业绩符合预期，中国市场工业领域需求低迷、汽车表现依然强劲。根据 TI 24Q4 季报和电话会信息，24Q4 公司营收 40.07 亿美元，同比-1.7%/环比-3.5%，略高于此前指引（37-40 亿美元），分终端市场表现环比来看，工业市场环比下降了个位数，汽车市场环比下降中个位数，个人电子产品市场环比增长了中个位数，企业系统环比下降个位数，通信设备环比增长高个位数。25Q1 预计营收指引中值 39 亿美元（37.4-40.6 亿美元），同比-6.5%/环比-2.7%。工业领域大多数处于底部徘徊的行业可能已经见底，但仍有几个行业下滑幅度较大，特别是工业自动化和能源基础设施市场，还未触底，全球各地区都还未看到工业业务开始出现周期性增长，中国也不例外。四季度中国汽车市场依然表现强劲，其他地区表现较为疲软，环比下降约 5%。

图 58：德州仪器分季度营收情况（亿美元）



资料来源：德州仪器，招商证券

图 59：德州仪器分季度毛利率及净利率



资料来源：德州仪器，招商证券

2024 年国内模拟芯片营收同比增长相对明显，部分公司全年利润实现同比增长，但行业整体受竞争等因素影响带来的价格承压和毛利率下降现象仍较为普遍。国内模拟芯片公司大多数 2024 年营收同比实现增长，24Q4 单季营收多数实现同比增长/环比表现略有分化。圣邦、艾为、天德钰等手机占比较大的公司 2024 年利润同比实现正增长，纳芯微、思瑞浦等公司由于费用维持高位、毛利率回升仍需时间、股份支付费用数额较大等因素影响导致 2024 年亏损同比出现扩大。圣邦股份 2024 全年实现归母净利润 4.9 亿，属于国内模拟公司中 2024 年利润体量最

大的 A 股上市公司，公司毛利率水平同比保持相对稳定。纳芯微预计 2024 年营收 19-20 亿元，主要系汽车电子相关产品持续放量，产品售价承压带来毛利率同比下降，公司 2024 年股份支付费用 6756 万元，2024 年冲回股份支付费用约 2 亿元。艾为电子 2024 年营收和出货量创历史新高，出货量超 60 亿颗，毛利率连续四个季度环比提升，全年毛利率超 30%。杰华特预计 2024 年营收 16.2-17.2 亿元，公司先后将无锡艾芯泽、浙江芯塔、无锡宜欣等纳入合并报表，同时积极拓展服务器、新能源、计算、汽车等领域市场份额，多款新品得到客户认可，但是市场竞争加剧带来的产品价格承压和毛利率同比下降。思瑞浦 24Q4 营收 3.8 亿元同比+35%/环比+11%，2024 全年出货量同比增长超 50%，全年毛利率约 48%，公司所处的泛工业和无线通讯领域经历较长时间的库存去化，价格承压对营收增幅和毛利率产生影响。天德钰 2024 年显示驱动类产品销售良好，同时最新的电子价签芯片卡位市场，全年营收同比+74%，利润达 2.8 亿元。对于 LED 照明驱动类产品，我们预计市场竞争激烈的情况仍然存在。手机类模拟芯片需要关注手机新品和行业周期性拉货对于业绩的影响，24H1 手机类模拟芯片拉货需求强劲，导致 24H2 相比于传统季节性周期拉货增强略有减弱。工业类模拟芯片需求仍处于相对底部，国内新能源汽车类模拟芯片需求相对旺盛，但是价格竞争仍然较大，泛能源领域仍需进一步等待行业需求有较大幅度的复苏。

图 60：国内模拟芯片公司 2024 年业绩预告情况（单位：亿元）

公司	市值	营收	同比	归母	同比
圣邦股份	438			4.9	75%
纳芯微	205	19.5	49%	-4.0	
艾为电子	177			2.5	385%
杰华特	155	16.7	29%	-5.6	
思瑞浦	125	12.3	12%	-2.8	
天德钰	105	21.0	74%	2.8	144%
新相微	94			0.1	-67%
英集芯	84	14.3		1.2	319%
晶丰明源	79	15.0	15%	-0.3	
富满微	76	7.0	-1%	-2.5	
芯朋微	64	9.6	23%	1.1	85%
帝奥微	46	5.3	38%	-0.4	-376%
雅创电子	46			1.4	158%
希荻微	45			-2.7	
美芯晟	40			-0.7	-326%
明微电子	39			0.1	
盛景微	37			0.2	-90%
灿瑞科技	34	5.5	21%	-0.6	-705%
必易微	24	6.9	19%	-0.2	

资料来源：公司公告，招商证券

图 61: 国内模拟芯片公司 24Q4 业绩预告情况 (单位: 亿元)

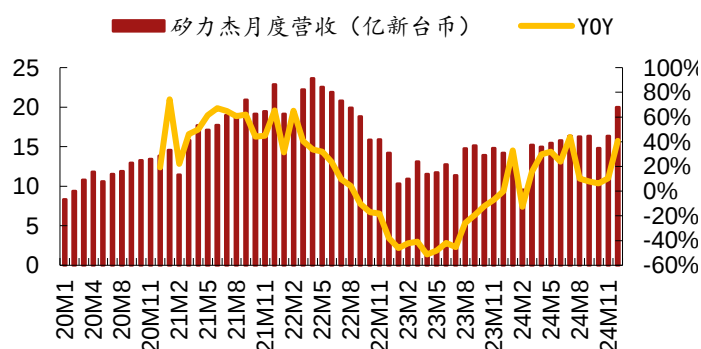
公司	市值	营收	同比	环比	归母	同比	环比	扣非	同比	环比
圣邦股份	438				2.1	49%	94%	1.8	54%	101%
纳芯微	205	5.8	88%	13%	0.1			-0.1		
艾为电子	177				0.7	-56%	-19%	0.2	-87%	-76%
杰华特	155	4.8	64%	8%	-0.5			-0.6		
思瑞浦	125	3.8	35%	11%	-1.8			2.4		
天德钰	105	6.2	62%	-4%	0.8	119%	-9%	0.8	165%	-2%
新相微	94				0.1	221%	-18%	-0.1	46%	-2063%
英集芯	84	4.1			0.3	149%	-32%	0.3	192%	-38%
晶丰明源	79	4.1	6%	17%	0.2			0.2		
富满微	76	2.0	11%	3%	-1.9			-1.6		
芯朋微	64	2.5	26%	0%	0.3		-2%	0.0		-84%
帝奥微	46	1.2	36%	-20%	-0.6			-0.7		
雅创电子	46				0.3	122%	-44%	0.4	219%	156%
希荻微	45				-0.7			-0.7		
美芯晟	40				-0.4	-248%	-120%	-0.4	-407%	-76%
明微电子	39				0.0	189%	251%	0.0	39%	15%
盛景微	37				0.0	-99%	-95%	0.0	-104%	-160%
灿瑞科技	34	1.3	-12%	-8%	-0.3	-239%	-105%	-0.4	-454%	-80%
必易微	24	2.1	37%	24%	0.0			-0.1		

资料来源: 公司公告, 招商证券

收并购方面, 南芯拟 1.6 亿元收购端侧 MCU 公司珠海昇生微 100% 股权。南芯科技拟以现金方式收购珠海昇生微 100% 股权, 收购对价合计不超过 1.6 亿元, 昇生微是一家提供端侧应用处理器芯片及数模混合芯片解决方案的公司, 主要从事 RISC-V 处理器、POWER MCU 微控制器芯片及配套的电源管理芯片研发、生产和销售, 昇生微产品主要服务于端侧设备, 在可穿戴、消费、工业等领域提供电源和供能管理的处理器等芯片及解决方案。昇生微 2023 和 24M1-M10 营收分别为 4766 万、7112 万元, 对应扣非净利润为亏损 5136 万、亏损 1618 万元。通过本次交易, 南芯将高效整合昇生微在 MCU 芯片设计和开发的技术能力和研发团队, 为客户提供更优质的端到端完整解决方案, 向汽车和工业领域拓展。

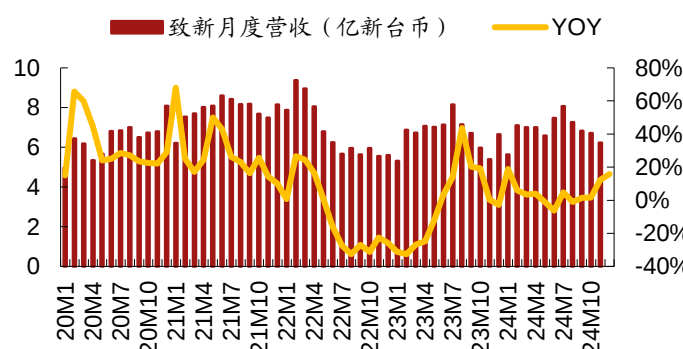
台股模拟芯片方面, PMIC 芯片厂商矽力杰 24M12 同环比均大幅增长, 致新环比有所下降。矽力杰 12 月营收为 19.97 亿新台币, 同比+40.77%/环比+22.28%; 致新 12 月营收为 6.24 亿新台币, 同比+15.73%/环比-7.02%。

图 62: 矽力杰月度营收及增速 (12 月)



资料来源: Wind, 招商证券

图 63: 致新月度营收及增速 (12 月)

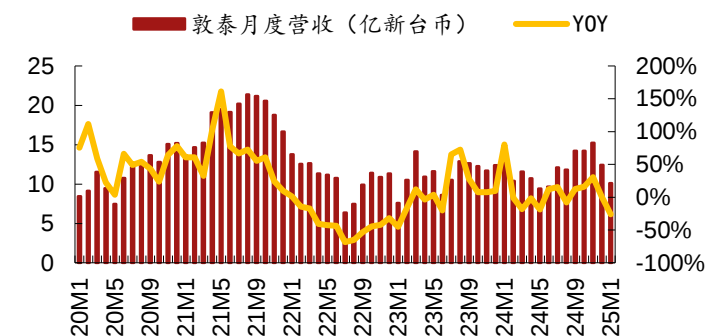


资料来源: Wind, 招商证券

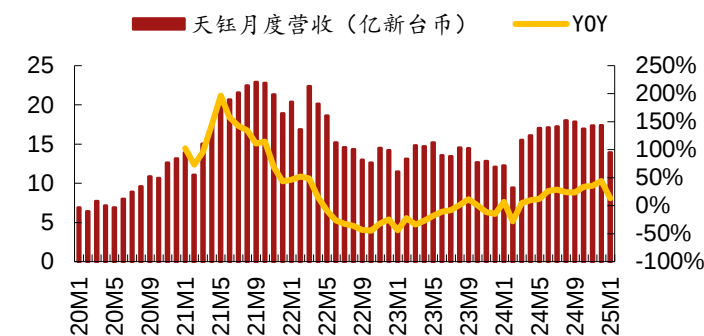
驱动 IC 厂商天钰 25M1 营收同环比均下降。敦泰 1 月营收为 10.11 亿新台币，同比-25.97%/环比-18.76%；天钰 1 月营收为 13.91 亿新台币，同比+13.43%/环比-20.08%。联咏 1 月营收 84.81 亿新台币，同比-2.74%/环比-0.54%。

图 64：敦泰月度营收及增速（1 月）

图 65：天钰月度营收及增速（1 月）

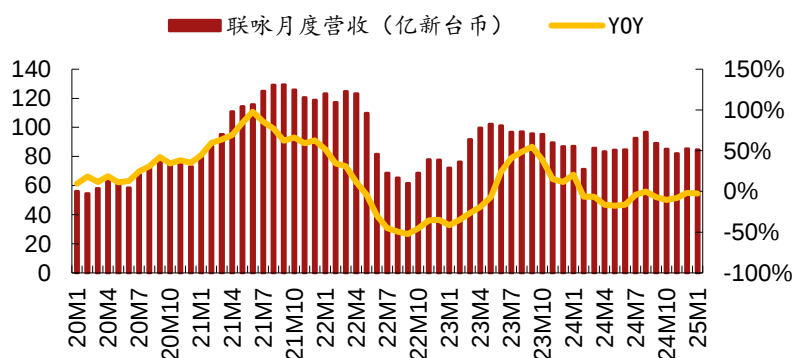


资料来源：Wind、招商证券



资料来源：Wind、招商证券

图 66：联咏月度营收及增速（1 月）



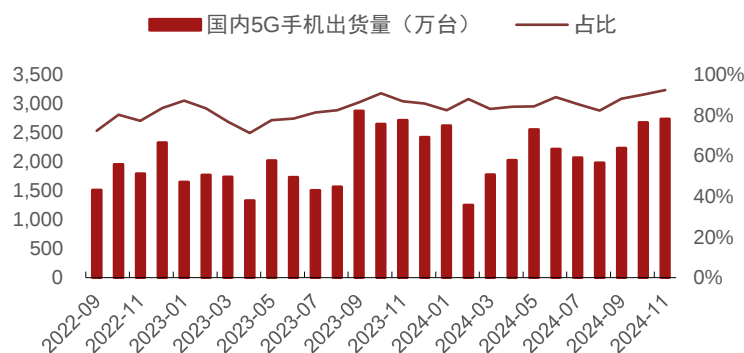
资料来源：Wind、招商证券

（5）射频：国内市场竞争压力仍大，关注国内龙头 LPAMiD 新品进展

稳懋 25M1 营收同比-22%/环比-4.3%；Qorvo 24CQ4 营收同比-15%/环比-12%，受安卓中端智能手机向入门级转变影响，预计 25CQ1 营收同环比持续下降。1）稳懋：25M1 公司营收 11.8 亿元新台币，同比-22%/环比-4.3%。24Q4 总营收同比-24%/环比-15%，符合此前 Q4 环比下滑 mid-teens 百分比预期。2）Qorvo：CQ4 营收 9.16 亿美元，同比-14.67%/环比-12.44%，Non-GAAP 净利润 1.5 亿美元，同比-25.77%/环比-15.02%；业绩下滑主要系安卓市场中端智能手机向入门级转变快于预期，消费者对入门级 5G 设备的需求提升，而公司 5G 产品开发支出集中在高端和旗舰级产品上。公司将持续将重点缩小到高端和旗舰级产品，以提高盈利能力、减少波动性。展望未来，预计 25CQ1 营收 8.5 亿美元（上下浮动 2500 万美元），同比-9.7%/环比-7.2%；分业务看，1）ACG：预计 FY26 和 FY27 公司 ACG 的安卓 5G 收入每年下降约 1.5-2 亿美元，降幅最大的是中国，其余为三星中端产品，并且 ACG 市场大众级利润率较低的项目将在 FY26 和 FY27 结束。2）其他业务：预计公司 HPA 和 CSG 将在 FY26 实现两位数增长。毛利率方面，公司将通过优化成本结构和剥离非核心业务来提升毛利率，预计 FY26 毛利率将

在收入持平的情况下增加约 1.5%，并且预计 FY26 季节性旺季毛利率高达 40%，FY27 旺季毛利率高达 50%。

图 67：国内 5G 手机出货量及占比（万台）



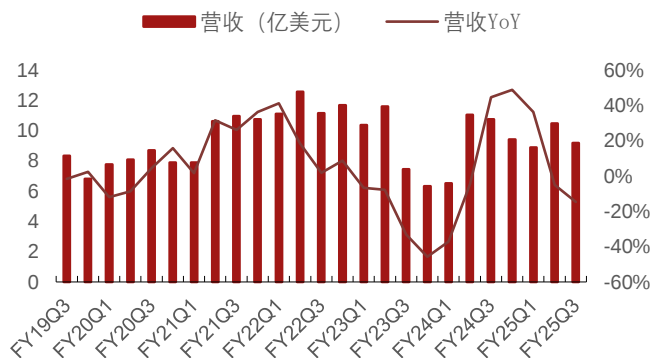
资料来源：信通院，招商证券

图 68：稳懋月度营收



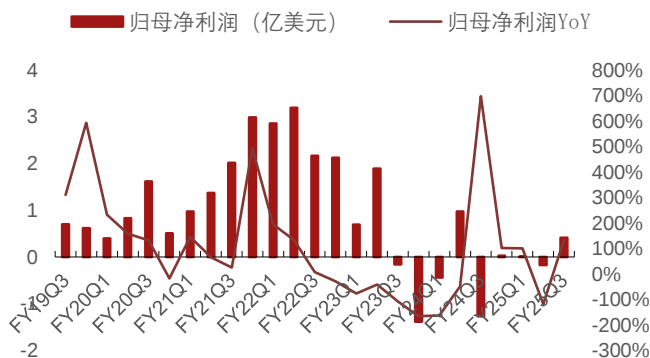
资料来源：iFind，稳懋，招商证券

图 69：Qorvo 季度营收及增速



资料来源：iFind，招商证券

图 70：Qorvo 季度净利润及增速



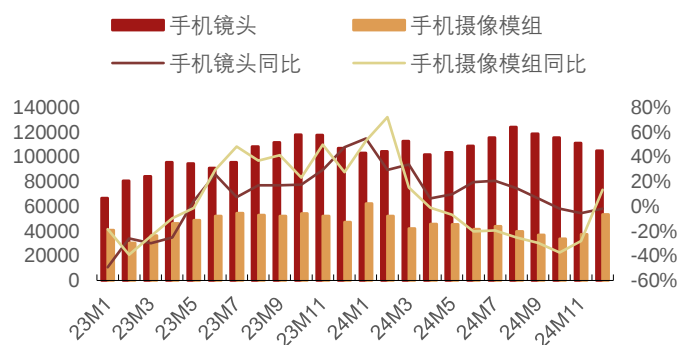
资料来源：iFind，招商证券

国内大厂行业竞争压力仍较大，建议关注滤波器、L-PAMiD 等高端品类的国产替代。卓胜微、唯捷创芯毛利率及归母净利润同环比下滑，主要系行业竞争激烈、价格下行压力较大影响。卓胜微预计 24 全年营收 44.9 亿元，同比+2.6%；归母净利润 3.8~4.9 亿元，同比-66%~-56%；扣非归母净利润 3.68~4.78 亿元，同比-66%~-56%；单季度看，预计 24Q4 营收 11.2 亿元，同比-14%/环比+4%；归母净利润-0.45~0.68 亿元，同比-115%~-78%/环比-164%~-5%；扣非归母净利润-0.46~0.64 亿元，同比-117%~-77%/环比-177%~+5%；毛利率预计环比 24Q3 持平。业绩变动主要系下半年市场景气度及市场竞争因素影响，以及公司芯卓持续投入导致的研发费用增长，此外产品结构变化亦影响毛利率同比表现。公司 L-PAMiD 产品系列已在部分品牌客户验证通过，三季度完成新一轮的产品迭代，关注性能表现及客户端导入情况。唯捷创芯预计 24 全年营收 21 亿元，同比-30%；归母净利润-0.26 亿元，同比-123%；扣非归母净利润-0.55 亿元，同比-153%；单季度看，预计 24Q4 营收 6 亿元，同比-56%/环比+45%，归母净利润 0.06 亿元，同比-95%/环比-114%；扣非归母净利润 0.05 亿元，同比-95%/环比-111%，业绩下滑主要系行业竞争激烈、部分产品价格压力所致。

(6) CIS：国内厂商进军高端产品线，安卓阵营同比持续增长

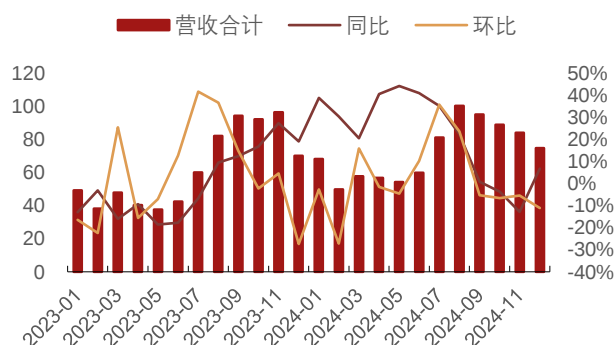
国内 CIS 龙头厂商业绩持续增长，未来有望持续受益于新品持续突破、国产替代加速。国内韦尔股份、思特威、格科微纷纷进军高端产品线，安卓阵营业绩同比增速可观。韦尔股份 24Q4 收入 65~69 亿元，中值 67 亿元，同比+12.8%；归母净利润 7.8~9.8 亿元，中值 8.8 亿元，同比+369.5%；扣非归母 6.8~8.8 亿元，中值 7.8 亿元，同比大幅增长；业绩高增主要受益于 CIS 产品在高端智能手机和汽车自动驾驶市场的渗透。2024 全年营收 254~258 亿元，同比增长 20.9%~22.8%，归母净利润 31.6~33.5 亿元，同比增长 468%~504%。展望 25 年，伴随手机端需求总体稳定，汽车市场受益于高阶智驾下探到 10-15 万量级，预计公司产品需求有望迎来爆发式增长。思特威 24Q4 营收 16~19 亿元，同比+47%~+75%/环比-9%~+8%；归母净利润 0.98~1.43 亿元，同比+23%~80%/环比-21%~+16%；扣非归母净利润 0.59~1.04 亿元，同比-3%~+72%/环比-61%~32%。公司智慧安防新品销量有较大幅度提升，智能手机领域应用于旗舰手机主摄、广角、长焦镜头的高阶 50M 产品出货量大幅上升，同时与多家客户合作全面加深。未来伴随公司在大客户份额提升、新客户持续导入，我们 2025 年业绩有望持续提升。格科微 24Q4 营收 14~20 亿元，同比+0%~41%/环比-18%~+16%；归母净利润 1.5~1.9 亿元，同环比转正；扣非归母净利润 0.9~1.2 亿元，同比-1%~+26%/环比转正。公司 13M 及以上产品出货量快速上升，同时 32M、50M 产品陆续量产，多光谱 CIS 实现量产，此外临港厂产能预计将于明年年中全部转换为高像素产品。

图 71：舜宇手机镜头及摄像模组出货量及增速



资料来源：舜宇光学科技，招商证券

图 72：台股光学板块公司营收合计（亿元新台币）



资料来源：iFind，招商证券；注：台股光学板块选取大立光/玉晶光/扬明光/新钜科

(7) 功率半导体：国际大厂指引相对谨慎，国内高压类公司面临的竞争环境仍相对激烈

国际功率大厂 25Q1 多数预计营收同比下降，英飞凌表示汽车和工业领域的库存调整仍在继续但是力度正逐渐减弱，许多消费类库存已恢复正常，2025 年公司 AI 类电源业务需求将持续推动增长。国内功率公司里中低压产品领域面向的下游需求分化仍在继续，高压类降价预计有所放缓但是竞争压力仍然相对较大。

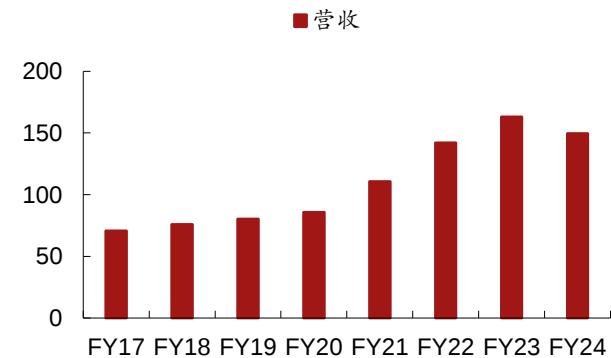
图 73：全球主要功率器件厂商 24Q4 业绩情况及 25Q1 展望

	英飞凌	ST	Wolfspeed
24Q4 营收	34.24 亿欧元	33.2 亿美元	1.8 亿美元
同比	-7.5%	-22.4%	-13.5%
环比	-12.6%	+2.2%	-7.7%
24Q4 下游表现	ATV：环比-11% GIP：环比-32% PSS：环比-5% CSS：环比-15%	AM&S：同比-15.5%/环比+1.1% P&D：同比-22.1%/环比-6.8% MCU：同比-30.2%/环比+7.0% D&RF：同比-22.8%/环比+13.0%	汽车：同比+92% 功率：环比-6% 材料：环比-8%
业绩展望	25Q1 营收：36 亿欧元，同比-0.8%/环比+5.1% 25 年营收：预计与 24 年持平或略有上升	25Q1 营收：25.1 亿美元，同比-27.7%/环比-24.4%	24Q4 营收：1.7-2.0 亿美元（中值 1.85 亿美元），同比-8%/环比+2.2%
展望和其它	AI 服务器电源领域份额持续提升，预计 FY25 营收约 6 亿欧元，到 2027 年达到 10 亿欧元。	四季度，个人电子产品营收增加，但工业领域营收下降，汽车和通信、企业及公共部门（CECP）营收与预期一致。	完成 2 亿美元场内股票发行，根据《芯片法案》，有望获得高达 7.5 亿美元的资金，预计 2025 年年中获得首批拨款，约占总拨款的 20%-25%，通过债务融资已获得 7.5 亿美元，分三批发放，2024 年 10 月已收到首批 2.5 亿美元。
SiC 发展	中国一家重要汽车 OEM 近期大幅增加 SiC 订单，公司 24 年营收增速超市场预期两倍，市场份额达到约 20%。	加速推动利卡塔尼亚 8 英寸碳化硅工厂建设，预计生产 8 英寸碳化硅、12 英寸硅产品等措施，将让公司在 2027 年开始每年节省高达三位数的百万美元级别的成本。	纽约州马西的莫霍克谷工厂是全球首个 200mm 碳化硅工厂，2025 财年第三季营收预计增长至 5500-7500 万美元。

资料来源：公司公告和法说会纪要，招商证券

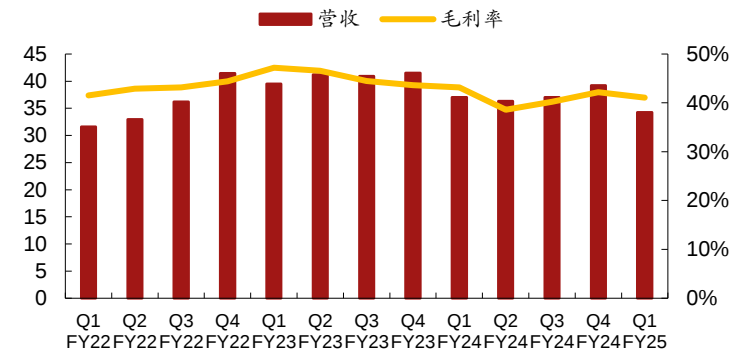
英飞凌：AI 类电源份额持续提升，望推动 PSS 部门营收显著增长。根据英飞凌 FY25Q1 季报和电话会信息，公司 FY25Q1 营收 34.24 亿欧元，高于此前指引（32 亿欧元），同比-7.5%/环比-12.6%，毛利率为 41.1%，同比-2.1pcts/环比-2.2pcts，毛利率环比下降主要与销售量显著下降有关，同时略微不利的产品组合和价格影响。FY25Q2 预计营收 36 亿欧元，同比-0.8%/环比+5.1%，将受到 2 亿欧元左右的库存调整影响，汽车和工业领域的库存调整仍在继续但是力度正逐渐减弱，许多消费类库存水平已恢复正常。FY25 预计营收与上一财年持平或略有上升（主要系汇率假设变动影响，此前预期为同比略有下降），预计全年调整后毛利率约为 40%，利润率最终将处于 10%-20% 的中高段水平，FY25H2 将出现温和复苏，ATV 和 CSS 部门年度表现和集团整体相当，GIP 年度营收将显著下降，PSS 营收会由于 AI 推动显著增长。公司在 AI 服务器电源领域份额将持续提升，预计市场份额将达到 35-40%，FY25 将实现约 6 亿欧元的 AI 营收，同时维持 2027 年实现 10 亿欧元的营收目标。目前公司已成为所有主要 GPU 厂商及云计算巨头的核心功率管理合作伙伴，包括开发自研 GPU 的企业，公司 FY25 AI 业务增长主要来自功率级，同时电源单元（PSU）也有良好发展，主要由大型客户驱动，同时也涉及部分二线客户。

图 74：英飞凌 FY16-FY24 年度营收（亿欧元）



资料来源：英飞凌，招商证券

图 75：英飞凌季度营收（亿欧元）及毛利率



资料来源：英飞凌，招商证券

2024 年国内中低压 MOS 行业逐步复苏，高压产品如 IGBT 和超结 MOS 竞争仍相对激烈，车规级模块产品价格压力仍然较大，新能源光伏仍待复苏。根据各公司公告，士兰微 2024 年实现扭亏为盈，全年归母净利润预计 1.5-1.9 亿元，公司全年营收超 75%来自大型白电、工业、新能源、汽车等高门槛市场，24Q4 毛利率环比有所回升，预计 2025 年毛利率水平将进一步改善。闻泰科技 24Q4 半导体业务营收实现同比个位数增长、环比基本持平，毛利率水平延续 24Q2 以来的优异表现。芯联集成 2024 年营收同比+22%，车载领域增长 41%、消费领域增长 66%，2024 年 12 寸产品营收约 7.9 亿元，同比+1457%，全年 SiC 营收约 10.16 亿元，实现 EBITDA 约 21.19 亿元，全年公司毛利率约为 1.1%，同比增长约 7.9pcts，首次实现全年毛利率转正。捷捷微电 2024 年归母净利润约 4.4-5 亿元，同比+100%~130%，产能利用率保持较高水平，实现核心业务板块 IDM 模式下的有效提升。东微半导 2024 年高压超结 MOSFET 销量同比上升，但竞争格局加剧，ASP 下降带来毛利率下降。宏微科技 2024 年出现略微亏损，主要系部分客户采购计划调整，订单释放进度不及预期，车规产品单价承压，导致公司业绩出现亏损。

图 76：国内功率公司 2024 年业绩预告情况（单位：亿元）

公司	市值	营收	同比	归母	同比
士兰微	440			1.7	
闻泰科技	437			-35.0	-396%
芯联集成	345	65.1	22%	-9.7	
捷捷微电	288			4.7	115%
燕东微	249			-1.9	-142%
苏州固锟	84			0.8	-50%
派瑞股份	51			0.6	157%
东微半导	51	10.0	3%	0.4	-72%
ST 华微	50			1.3	246%
民德电子	41			-0.9	-777%
宏微科技	36			-0.1	-110%
锴威特	24			-0.9	-606%

资料来源：公司公告，招商证券

图 77：国内功率公司 24Q4 业绩预告情况（单位：亿元）

公司	市值	营收	同比	环比	归母	同比	环比	扣非	同比	环比
士兰微	440				1.4	-8%	162.30%	0.6	151%	351%
闻泰科技	437				-39.1	-326%	-1528.06%	-40.96	-378%	-2152%
芯联集成	345	19.6	31%	18%	-2.8	52%	-33.46%	-3.1	38%	-6%
捷捷微电	288				1.4	81%	16.74%	1.4	52%	22%
燕东微	249				-0.7	-164%	37.39%	-1.2	-301%	2%
苏州固锟	84				0.4	-49%	22.23%	0.4	12%	423%
派瑞股份	51				0.0	-80%	-31.30%	0.0	-84%	-39%
东微半导	51	3.2	56%	21%	0.1	6%	-35.30%	0.0	-80%	-92%
ST 华微	50				0.3	69%	-24.47%	0.2	4%	-27%
宏微科技	36				-0.2	-151%	-1117.87%	-0.3	-240%	-256%
锴威特	24				-0.5			-0.5		

资料来源：公司公告，招商证券

2、代工：整体产能利用率温和复苏，先进制程需求旺盛

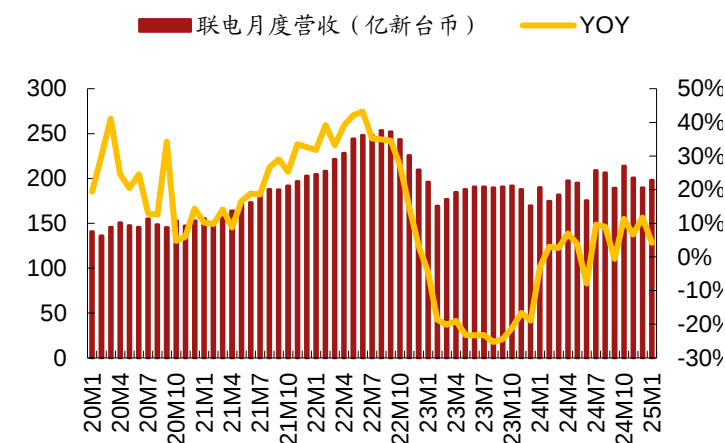
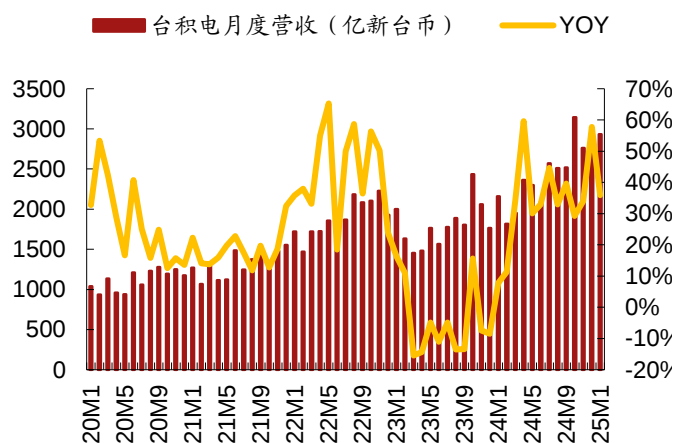
全球晶圆代工厂 24Q4 整体产能利用率环比温和复苏，先进制程收入表现好于成熟节点，3/5nm 等节点需求较为旺盛，先进制程和部分 12 英寸成熟节点晶圆价格逐步上调。

2025 年除工业及汽车外需求预计持续复苏，整体行业晶圆预计量增价跌。展望 2025 年，公司预计整体半导体行业成长，消费类、IoT 类等需求预计持续复苏，工业和汽车领域仍未见底，AI 领域增速预计 10% 以上，其他领域增速预计 4-9%。2025 年行业产能依然供过于求，行业内晶圆出货量可能同比两位数百分比增长，但晶圆价格可能有所松动，整体收入增速为个位数百分比。

台积电 1 月营收同比高增长，8 英寸晶圆厂营收表现弱于 12 英寸晶圆厂。TSMC 1 月营收 2933 亿新台币，同比+36%/环比+5.44%；UMC 1 月营收 198 亿新台币，同比+4.17%/环比+4.43%；8 英寸代工厂世界先进 1 月营收 33.9 亿新台币，同比+15.7%/环比-21.3%；力积电 1 月收入 26.6 亿新台币，同比-25.6%/环比-24%。

图 78：台积电月度营收及增速（1 月）

图 79：联电月度营收及增速（1 月）

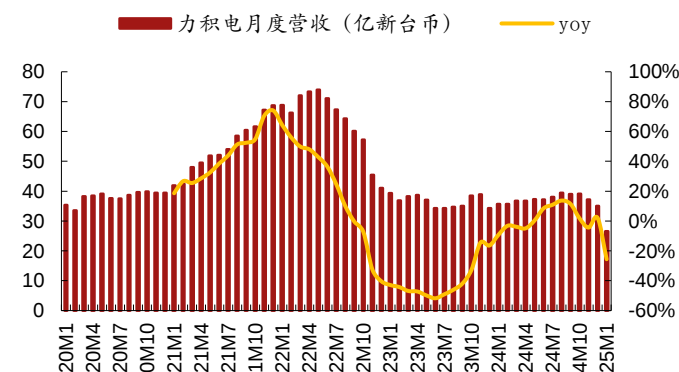
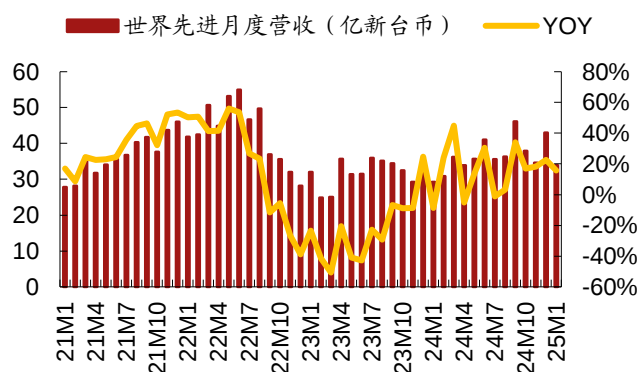


资料来源：Wind、招商证券

资料来源：Wind、招商证券

图 80：世界先进月度营收及增速（1 月）

图 81：力积电月度营收及增速（1 月）

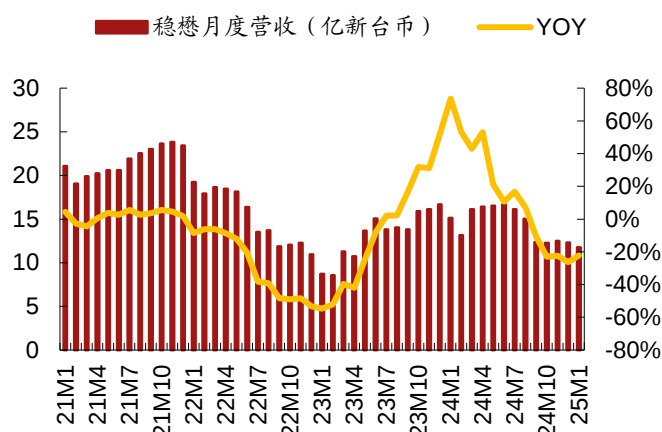


资料来源：Wind、招商证券

资料来源：Wind、招商证券

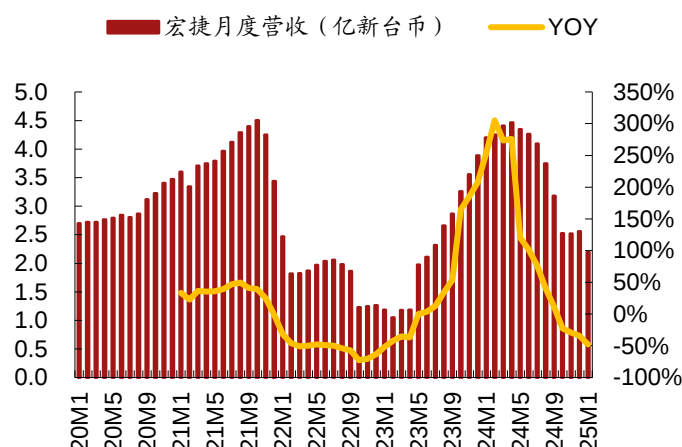
安卓手机链代工厂稳懋和宏捷 1 月收入同比下滑。稳懋 1 月营收同比-22%，宏捷 1 月营收同比-47%，可能系安卓手机拉货节奏趋缓影响所致。

图 82：稳懋月度营收及增速（1月）



资料来源：Wind、招商证券

图 83：宏捷科技月度营收及增速（1月）



资料来源：Wind、招商证券

AI 需求推动台积电收入利润强劲增长，公司预计 2025 全年收入同比增长 25%。

台积电 24Q4 收入 268.8 亿美元，为 24Q3 指引上限（261-269 亿美元），以美元计同比+37%/环比+14.4%，主要系 3/5nm 节点需求旺盛；毛利率 59%，为 24Q3 指引上限（57-59%），同比+6pcts/环比+1.2pcts，主要系产能利用率提升，但部分被 3nm 产能爬坡以及运营杠杆所稀释。公司指引 25Q1 收入 250-258 亿美元，同比+34.7%/环比-5.5%，主要受智能手机季节性因素影响，但会被 AI 需求持续增长所抵消；2025 年公司收入同比增速预计为近 25%（mid-20s）；从 2024 年开始，公司预计 5 年内以美元计算总收入 CAGR 约 20%。公司将 AI 加速芯片定义为用于数据中心 AI 推理和训练和 GPU、ASIC、HBM 控制器等产品。2024 年全年，公司面向 AI 加速芯片的收入同比增长三倍以上，占总收入比例近 15%（mid-teens）；2025 年，公司预计面向 AI 加速芯片的收入将同比翻倍；从 2024 年开始，在未来五年内，公司预计来自 AI 加速芯片的营收 CAGR 将接近 45%。

中芯国际表示近期客户备货需求旺盛，2025 上半年急单增多。中芯国际 24Q4 收入 22.07 亿美元，同比+31.5%/环比+1.7%，为上季度指引上限（环比持平至增长 2%）；毛利率 22.6%，同比+6.2pcts/环比+2.1pcts，超指引上限（18-20%）。展望 2025 年上半年，中芯国际表示上半年急单增多，带动产能利用率表现较好，主要系①客户基于国际形势等原因，而快速拉货；②中国市场消费刺激政策带动销售量和客户备货意愿提高。公司指引 25Q1 收入环比增长 6-8%，按中值计算为 23.6 亿美金，同比+35%，收入增速可能延续至 25Q2；公司对 2025 年下半年暂时持观望态度，表示需要观察消费刺激政策以及客户拉货能否持续，进而观察产能利用率是否能够维持高位。

资本支出

各家代工厂保持此前扩产规划，扩产主力来自先进制程。

台积电指引 2025 年资本开支同比高增长，3/4nm 产能快速爬坡。台积电 2024 年资本支出为 298 亿美元，2025 年预计 380-420 亿美金之间，其中 70-80%用于先进制程，10-20%用于特色工艺，10-20%用于先进封装、测试、光罩等；公司新产线方面，①美国亚利桑那州第一座晶圆厂采用 4nm 制程，于 24Q4 进入大规模生产阶段，其良率与中国台湾地区 5nm 制程相当；第二座晶圆厂面向 5/3nm，建设计划有序进行；②日本熊本县第一座特色晶圆厂 2024 年底开始量产；第二座晶圆厂聚焦消费、汽车、工业和 HPC 客户，预计 2025 年底启动建设；③德国德累斯顿晶圆厂采用 12/16/28nm 制程，目前项目进展顺利；④中国

台湾地区加大力度扩充 3nm 产能，为多座 2nm 晶圆厂做准备。

2025 年成熟制程产能亦有望持续开出，但资本支出有限。2024 年全球成熟制程产能扩充较少，2025 年伴随部分下游应用需求复苏、成熟制程稼动率提升，叠加考虑到供应链安全需求，成熟制程产能预计持续开出，2025 年主要扩产来自台积电日本产线、中芯国际、华虹制造、晶合集成等。Trendforce 预估，2025 年成熟制程稼动率将回升至 75% 以上，中国大陆成熟制程产能增量以 22/28nm 为主。

UMC 2024 全年资本支出略超 28 亿美元，低于此前指引的 30 亿美元，公司指引 2025 年资本支出为 18 亿美元，其中 12 英寸占比 90%、8 英寸占比 10%，由于公司 12i P3 新厂建设完毕，产能爬坡如期进行，因此预计未来资本开支不会增长。

SMIC 2024 年资本开支为 73.3 亿美金，预计 2025 年同比持平，未来产能平稳开出，每年新增大约 5 万片/月的 12 英寸产能。

华虹 24Q3 资本支出为 7.34 亿美元，其中包括华虹制造的 6.18 亿美元，华虹无锡的 8775 万美元，以及华虹 8 寸的 2861 万美元；公司预计 2024-2025 年华虹制造每年产生约 20-25 亿美元资本支出；公司在无锡第二条产线建设持续按计划建设，预计各工艺平台试生产及工艺验证将在今年年底到明年年初全面铺开。

北京电控发布公告，宣布将在北京亦庄建设一座 12 寸晶圆厂，项目总投资 330 亿元，规划产能为每月 5 万片，预计将于 2025 年第四季度完成厂房建设并启动设备搬入，2026 年底实现量产。据悉，该项目将在未来三年内分阶段进行投资，其中 2024 年至 2026 年的规划投资分别为 60 亿元、96 亿元和 88 亿元。

表 10：24Q4-25Q4 成熟制程重大扩产计划

公司	Fab	技术节点
TSMC	JASM	28/22-16/12nm
SMIC	Jingcheng	48-28nm
	Oriental	110-28nm
HuaHong Group	Fab9(HHGrace)	55/40nm
	Fab10(HKMC)	28/22nm
Nexchip	N1A3	55-28nm

资料来源：Trendforce，招商证券

➤ 产能利用率

24Q4 先进节点需求强劲，成熟制程稼动率表现分化。TSMC 表示 3/5nm 需求持续强劲，24Q4 产能利用率环比提升；UMC 预计 24Q4 产能利用率 70%，环比 -1pct，略好于 67-69% 的指引，其中 22/28nm 产能利用率高于均值，指引 25Q1 产能利用率 70% 环比持平，好于传统季节性表现；SMIC 24Q4 产能利用率为 85.5%，环比 -5pcts，四季度新产能验证导致整体稼动率环比下滑，公司表示上半年急单增多将带动产能利用率表现较好；华虹预计 24Q4 8 英寸产线产能利用率有所恢复，12 英寸平台如 BCD、CIS 等需求持续强劲；世界先进预估 24Q4 产能利用率降低 5pcts 至 65% 左右。

3、封测：国内封测大厂 24 全年利润改善明显，长电预计 2025 年 capex 投入 85 亿元

2024 全年行业景气度整体回升，国内封测大厂 2024 年多实现利润同比增长。根据各公司公告，通富微电 2024 年归母净利润预计 6.2-7.5 亿元，同比 +266%~343%，全年产能利用率提升，中高端产品营收增加明显。华天科技 2024 年归母预计 5.5-6.3 亿元，全年公司订单增长，产能利用率提升。晶方科技预计 2024 年归母同比增长超 60%，汽车智能化趋势下车规 CIS 芯片应用范围增长，公司在车规 CIS 领域的封装业务规模和领先优势持续提升。甬矽 2024 年营收和归母净利润同比均实现高速增长，24Q4 营收环比+14%，主要系部分客户所处领域的景气度回升、新客户拓展顺利以及部分新产品线的产能爬坡，公司作为国内众多 SoC 类客户的第一供应商，积极拓展中国台湾地区、欧美客户和国内 HPC、汽车电子等领域客户。

图 84：国内封测公司 2024 年业绩预告情况（单位：亿元）

公司	市值	营收	同比	归母	同比
通富微电	454			6.9	304%
华天科技	374			5.9	161%
晶方科技	199			2.5	68%
甬矽电子	129	36.0	51%	0.7	170%
蓝箭电子	51			0.1	-76%
利扬芯片	39			-0.6	-38%
气派科技	24	6.7	21%	-1.0	

资料来源：公司公告，招商证券

图 85：国内封测公司 24Q4 业绩预告情况（单位：亿元）

公司	市值	营收	同比	环比	归母	同比	环比	扣非	同比	环比
通富微电	454				1.3	-33%	-32%	0.9	-66%	-63%
华天科技	374				2.3	62%	73%	-0.2	12%	-131%
晶方科技	199				0.7	71%	39%	0.6	109%	-2%
甬矽电子	129	10.5	38%	14%	0.2	-15%	-25%	0.0	-15%	112%
蓝箭电子	51				0.1	45%	75%	0.1		134%
利扬芯片	39				-0.5			-0.5		
气派科技	24	1.8	19%	-3%	-0.4			-0.47		

资料来源：公司公告，招商证券

国内封测行业资本开支 2025 年望持续增长。根据长电科技第八届董事会第十一次临时会议决议公告，基于公司中期战略布局及持续提升核心竞争力，公司将继续聚焦高附加值、快速成长的市场热点应用领域，优化各业务比重，加大对先进技术的投入，计划 2025 年固定资产投资人民币 85 亿元，主要用于产能扩充、研发投入和基础设施建设等。根据长电科技 2023 年报，公司 2024 年计划固定资产投资 60 亿元，由此计算可知长电 2025 年固定资产投资有望同比+42%。

4、设备、零部件和材料：2025 年自主可控加速，关注新品放量、工艺覆盖度提升进展

2025 年 1 月 3 日，美国 BIS 将 11 个中国实体列入实体清单。实体清单包括中科院长春光学精密机械与物理研究所、中科院上海光学精密机械研究所、鹏城实验室、季华实验室等。本次实体清单进一步补充了一系列科研院所，其中鹏城实验室主要从事网络通信领域的核心技术研究；季华实验室聚焦新型显示装备、半导体技术与装备、高端数控机床等领域；中科院长春光机所始建于 1952 年，由长春光机所与长春物理所于 1999 年整合而成，主要从事发光学、应用光学、光学工程和精密机械与仪器等领域的研究；中科上海光机所成立于 1964 年，是我国建立最早、规模最大的激光科学技术专业研究所，研究所重点学科领域为：强激光技术、强场物理与强光光学、空间激光与时频技术、信息光学、量子光学、激光与光电子器件、光学材料等。

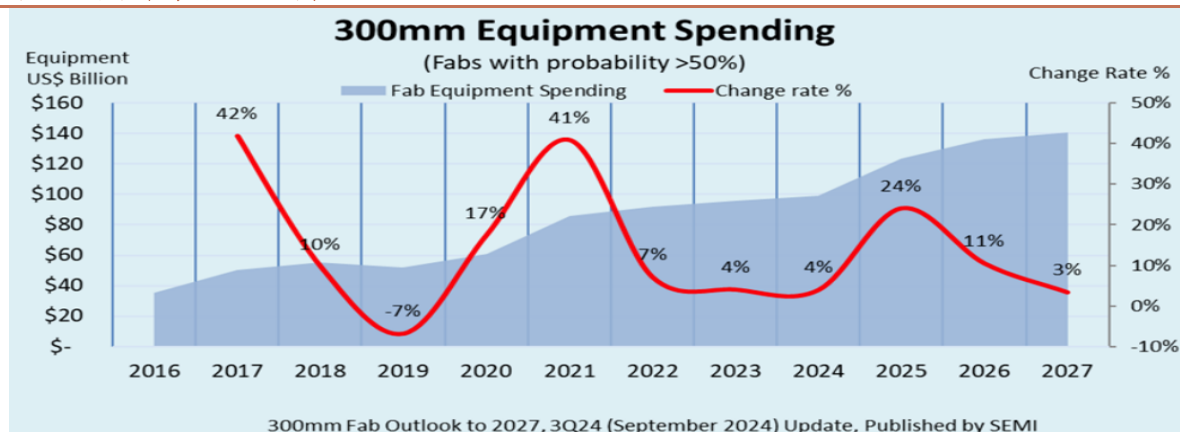
2025 年 2 月 3 日，美国参议员 Elizabeth Warren 和 Josh Hawley 致信美国商务部长，要求采取具体步骤以加强出口管制，包括加强 AI 扩散规则、限制 H2O 和同等芯片、打击芯片走私，以及将长鑫存储列入实体清单中。

（1）设备：先进制程扩产驱动国内厂商签单增长，关注各公司平台化布局、产业化投资及新品验证进展

➤ 全球半导体设备景气度

全球半导体设备预计于 2024 年温和复苏，2025 年有望迎来强劲增长。考虑到半导体晶圆厂的区域化以及数据中心和边缘设备对 AI 芯片日益增长的需求推动，SEMI 预计 2024 年全球 12 英寸晶圆厂设备支出同比+4%达到 993 亿美元，到 2025 年将进一步同比增长 24%至 1232 亿美元，预计 2026 年同比增长 11%达 1362 亿美元，到 2027 年同比增长 3%至 1408 亿美元。SEMI 预计到 2027 年，中国大陆将保持其作为全球 12 英寸设备支出第一的地位，未来三年将投资超过 1000 亿美元，但资本支出将从 2024 年的 450 亿美元峰值逐渐减少至 2027 年的 310 亿美元；韩国将排名第二，未来三年将投资 810 亿美元，进一步巩固其在 DRAM、HBM 和 3D NAND 等存储领域的主导地位；中国台湾未来三年将投资 750 亿美元，美洲地区将投资共 630 亿美元，日本、欧洲和中东及东南亚预计分别投资 320 亿美元、270 亿美元和 130 亿美元。

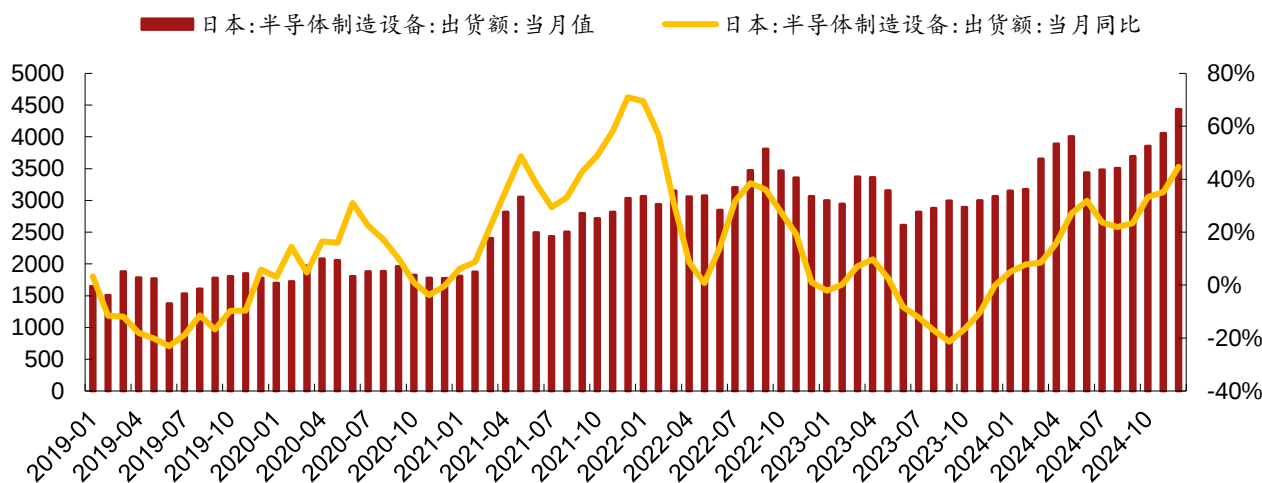
图 86：全球 12 英寸半导体设备销售额（亿美元）



资料来源：SEMI，招商证券

2024 年 12 月日本半导体设备出货额再创历史新高。根据 SEAJ，2024 年 12 月日本半导体设备月度出货金额为 4433.64 亿日元，同比+44.7%，月销售额自 11 月之后再创 1986 年开始统计以来历史新高记录。

图 87：日本半导体制造设备月度出货额（亿日元）



资料来源：Wind、招商证券

海外半导体设备厂商中国大陆业务收入占比逐季降低，LAM、KLA 等指引 2025 年中国 WFE 放缓。海外半导体设备公司 2024 年在大陆收入占比基本为 40% 以上甚至接近 50%，但展望 2025 年，海外 ASML、LAM、KLA 等半导体设备龙头指引中国大陆整体 WFE 下降，同时由于受出口管制等的影响，海外龙头指引中国大陆占比逐季降低，2025 年预计降至 20%-30% 左右。ASML 24Q4 来自中国大陆收入为 19.2 亿欧元/环比-31%，占比 27%/环比-20pcts。公司表示，2023-2024 年中国大陆收入占比较高，主要系公司此前产能无法满足积压订单需求，预计 2025 年中国大陆收入占比回归 2023 年之前的 20% 左右；LAM 24Q4 中国大陆收入 13.6 亿美元，占比 31%，环比-6pcts。由于出口管制影响，公司无法向部分中国客户发货，主要影响 Reliant 业务，预计影响收入超 7 亿美金。公司预计 2025 年中国地区收入占比将会下降，2024-2025 年中国市场 WFE 同比放缓；KLA 24Q4 中国大陆占比 36%，环比-6pcts，影响大约 5 亿美金收入规模。公司表示，由于中国大陆过去几年投资水平较高，预计 2025 年整体需求下降，指引 25Q1 中国大陆收入占比不足 30%，2025 全年占比预计为 29%。

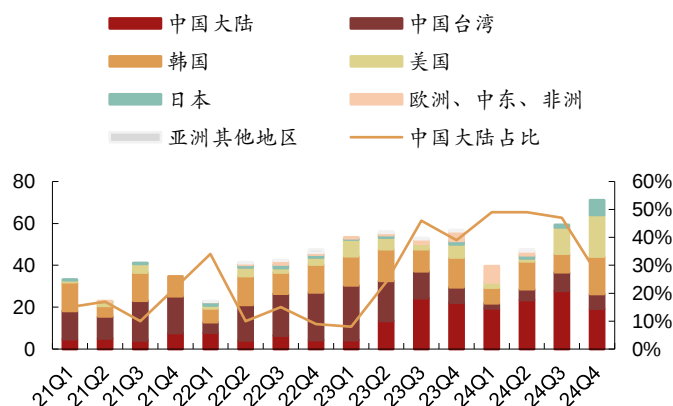
海外前道半导体设备厂商 24Q4 业绩整体符合预期，先进制程逻辑和高端存储器将推动 2025 年全球 WFE 同比增长。

ASML：24Q4 收入和毛利率略超指引，新签订单环比高增长。公司 24Q4 收入 92.63 亿欧元，同比+28%/环比+24%，超指引（88-90 亿欧元），主要系已安装设备升级、维护等服务业务超预期，其中设备收入 71.16 亿欧元，同比+25.2%/环比+20%，服务收入 21.47 亿欧元，同比+38%/环比+39%。毛利率 51.7%，同比+0.3pct/环比+0.9pct，超指引（49%-50%），主要系升级服务业务表现较好和两台确认收入的 High-NA 机台运行成本比预计的少。订单方面，公司 24Q4 签单 70.88 亿欧元，环比+169%。其中逻辑签单 43.2 亿欧元，环比+265%，存储签单 27.6 亿欧元，环比+91%；EUV 签单 30 亿欧元，环比+114%，DUV 及其他签单 41 亿欧元，环比+241.7%。公司 2024 年收入 283 亿欧元，毛利率 51.3%，公司指引 2025 年收入 300-350 亿欧元、毛利率 51-53%。收入目标考虑了美国对中国出口管制带来的影响，其中逻辑芯片业务收入预计同比有所增长，存储芯片业务预计同比持平，EUV 收入占比将增长。

LAM 24Q4 存储收入环比高增长，指引 2025 年全球 WFE（晶圆厂设备支出）超千亿美元。 24Q4 收入 43.8 亿美元，符合指引（40-46 亿美元），同比+16.4%/环比+5.0%，递延收入为 20 亿美元。其中客户支持（CSBG）业务收入近 18 亿美元，同比+20%/环比持平，升级业务收入增长抵消了 Reliant 产品线收入环比下滑。24Q4 存储收入 21.9 亿美元，环比增加 50%，占比 50%，环比增加 15pcts，其中 NVM 占比 24%，环比+13pcts，占比达 2022 年底以来最高点，主要系 NAND 客户从 1XX 层向 256 层转换；DRAM 占比 26%，环比+2pcts，主要系客户 1a、1b 技术升级，以及 1γ 节点初步量产所致。公司预计 25Q1 收入 43.5-49.5 亿美元，中值同比+22.6%/环比+6.3%；毛利率 47%-49%，中值同比-1pct/环比+0.5pct。公司表示 2024 年全球 WFE 为 900 亿美元，指引 2025 年 WFE 约 1000 亿美元，增长主要系先进制程晶圆代工需求强劲、DRAM 维持高增长态势、NAND 市场增长显著。

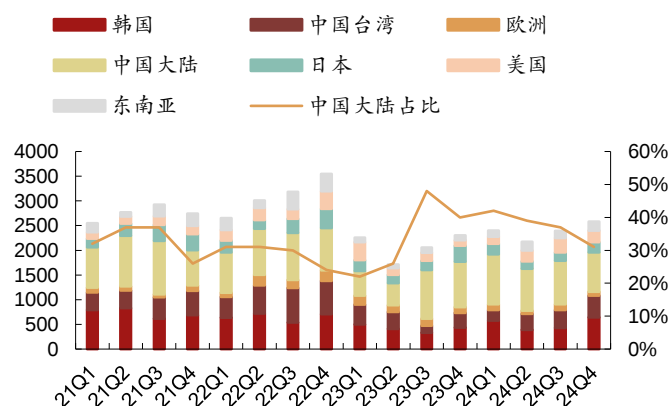
KLA 24Q4 三大产品线收入同环比增长，指引 2025 年全球 WFE 支出同比增长。 公司 24Q4 营收 30.8 亿美元，同比+23.7%/环比+8.3%，位于指引上限（28-31 亿美元）；毛利率为 61.7%，同比-0.9pct/环比+0.5pct，略超指引中值（60.5%-62.5%）。公司预计 25Q1 收入 28.5-31.5 亿美元，中值同比+27.1%/环比-2.5%，其中逻辑占比 73%，存储占比 27%（DRAM 和 NAND 分别占比 75%和 25%）；预计毛利率 61%-63%，中值同比+2.2pcts/环比+0.3pct。公司指引 2025 年全球 WFE 支出同比增长 5%，主要系 AI 及高端移动设备需求推动前沿逻辑和存储客户不断增加投资。

图 88：ASML 各地区收入（亿欧元）及中国大陆占比



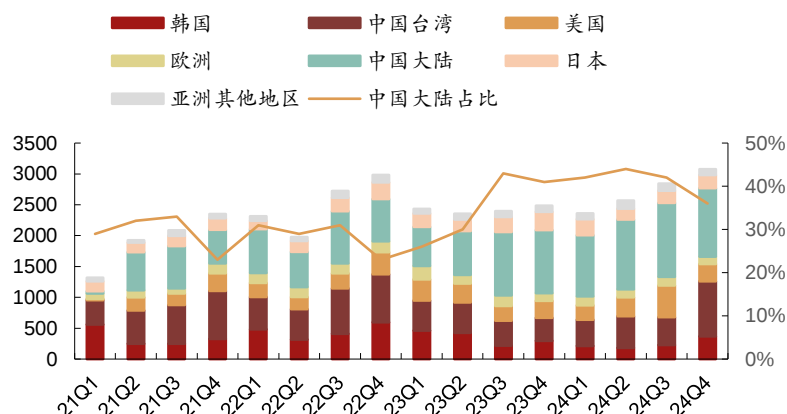
资料来源：公司财报，招商证券

图 89：LAM 各地区收入（百万美元）及中国大陆占比



资料来源：公司财报，招商证券

图 90: KLA 各地区收入（百万美元）及中国大陆占比



资料来源：公司财报、招商证券

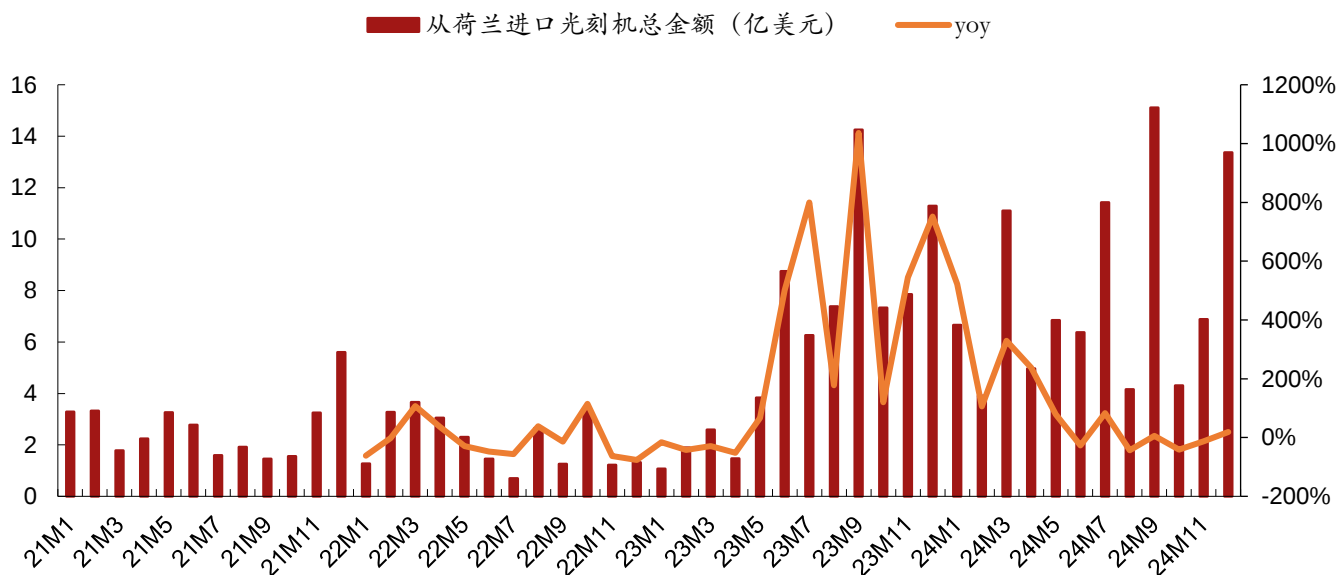
➤ 部分国内半导体设备厂商 Q4 收入业绩表现较好，国产设备厂商工艺覆盖度持续提升

国内 12 月进口荷兰光刻机金额恢复同比增长，向日本进口设备金额同比高增长。

1) 荷兰: 2024 年 12 月国内从荷兰进口光刻机（其他投影用设备+半导体器件或 IC 使用的步进重复光刻机）金额为 13.37 亿美元，同比+18.5%，恢复同比增长；

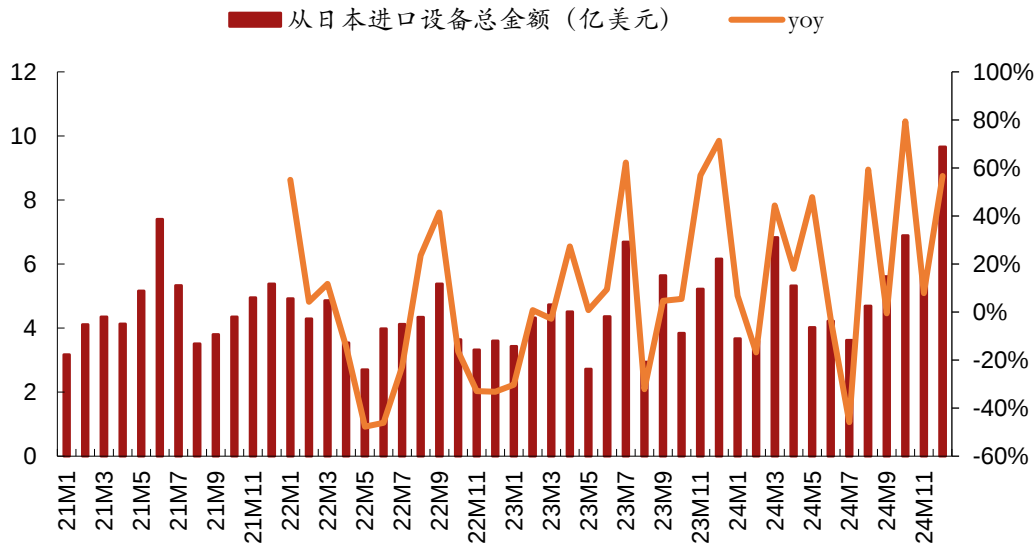
2) 日本: 中国大陆 12 月从日本进口半导体设备金额为 9.66 亿美元，同比+56.7%，持续同比增长。

图 91: 中国进口荷兰光刻机总金额



资料来源：中国海关、招商证券

图 92：中国进口日本设备总金额



资料来源：中国海关、招商证券

国内半导体设备厂商 24Q4 收入均实现同环比增长，拓荆科技、中科飞测等收入同环比增速显著高于行业平均，主要系订单旺盛、新品快速放量等。其中，①拓荆 PECVD、ALD、SACVD、HDPCVD、超高深宽比沟槽填充 CVD 及混合键合产品收入和订单规模不断扩大；②中科飞测全年检测、量测设备订单规模不断扩大，在前道制造和先进封装领域收入均实现同比高增长。

国内半导体设备厂商 24Q4 业绩表现分化，主要系研发、股权激励费用等差异造成。其中，①北方华创 24Q4 利润环比有所下滑，可能系股权激励费用等影响，公司股权激励费一般在年末确认，按此前公告测算 2024 年约为 6.15 亿元；②中微公司 24Q4 利润环比明显改善，主要系收入规模效应持续显现，同时 24Q3 以来研发费用率得到有效控制；③至纯科技 24Q4 利润同环比下滑较多，主要系公司从海外某供应商进口的模组及配件尚未交货，年底公司将向该供应商支付的预付款转入其他应收款，并计提 50%比例坏账准备，共计 0.53 亿元。

图 93：国内半导体设备公司已披露业绩情况

单位：亿元	2024 全年						24Q4					
	收入	增速	归母净利润	增速	扣非净利润	增速	收入	增速	归母净利润	增速	扣非净利润	增速
北方华创	276-317.8	同比+25%~43.9%	51.7-59.5	同比+32.6%~52.6%	51.2-58.9	同比+43%~64.5%	72.47-114.27	同比-3.3%~+52.5% 环比-9.6%~+42.5%	7.08-14.9	同比-30.3%~+46.6% 环比-58%~-11.6%	8.54-16.24	同比-9.3%~+72.5% 环比-47.5%~-0.1%
中微公司	90.65	同比+44.73%	15-17	同比-16%~-4.8%	12.8-14.3	同比+7.4%~20%	35.58	同比+60% 环比+73%	5.87-7.87	同比-6.2%~+25.7% 环比+48%~99%	4.67-6.17	同比+2%~34.7% 环比+41.3%~86.7%
拓荆科技	40-42	同比+47.9%~55.3%					17.22-19.22	同比+72%~92% 环比70.4%~90%				
华海清科	33.5-37.5	同比+33.6%~49.5%	9.7-10.8	同比+34%~49.2%	8.2-9.1	同比+34.8%~49.6%	9-13	同比+34.6%~94.5% 环比-5.9%~+36%	2.49-3.59	同比+56%~125% 环比-13.5%~+24.7%	2.05-2.95	同比+38%~98.4% 环比-16.7%~+19.8%
盛美上海	56-58.8	同比+44%~51.2%					16.2-18.2	同比+42.6%~60% 环比+3.2%~16%				
中科飞测	13.2-14.2	同比+48.2%~59.4%	亏损0.05-0.24亿元	同比减少1.45-1.64亿元	亏损0.95-1.45亿元	同比减少1.27-1.77亿元	5.1-6.1	同比+67.5%~100.5%	0.28-0.47亿元	同比-54.5%~-23.4% 环比+73%~191%	亏损0.2至盈利0.3亿元	同比减少0.33亿元至增加0.17亿元 环比减少0.09亿元至增加0.4亿元
长川科技			4-5	同比+785.8%~1007.2%	3.59-4.59	同比+568.9%~699.6%			0.43-1.43	同比-2.8%~+225.3% 环比-70%~+0.1%	0.145-1.15	同比-52.3%~+277% 环比-89%~-16%
至纯科技			0.9-1.35	同比-64.2%~-76.1%	0.5-0.75	同比-26.5%~-51%			亏损0.58-1.03亿元	同比减少2.4-2.84亿元 环比减少1.77-2.22亿元	亏损0.56-0.81亿元	同比减少0.56-0.81亿元 环比减少2.17-2.42亿元

资料来源：公司财报、招商证券

国内部分设备厂商新品加速导入验证，部分产品获得批量订单，预计将为未来业绩增长带来积极作用。

拓荆科技 Flowable CVD 设备、PECVD Bianca 工艺设备、PE-ALD SiN 工艺设备、HDPCVD FSG、HDPCVD STI 设备、键合套准精度量测设备等一系列新产品及新工艺经下游用户验证导入，实现了产业化应用；新型设备平台 PF-300M、PF-300T Plus 及新型反应腔 Supra-D ACHM、ONO Stack 等工艺设备顺利通过客户验证，并取得客户重复订单；

中科飞测明场纳米图形晶圆缺陷检测设备已有小批量出货，暗场纳米图形晶圆缺陷检测设备也实现了出货，OCD 设备在客户端验证结果较好；

精智达发布公告，称子公司合肥精智达近日与某客户签订了半导体测试设备采购协议，合同总金额为 3.222 亿元，预计将对 2025-2026 年的业绩产生积极影响。

（2）零部件：设备零部件去美化持续推进，看好 2025 年景气延续

2024 年 11 月 5 日，据《华尔街日报》报道，在美国政府的压力下，美国芯片设备制造商 AMAT 和 LAM 已开始要求他们的供应商不得使用中国零部件，甚至供应商中存在中国资金或股东也被视为不可接受。同时，由于美国 BIS 启用 FDP 规则，将对采用美国技术的半导体设备进行严格出口管制。中国大陆半导体设备目前持续推进零部件去美化，尽管部分零部件仍依赖从日、韩、欧洲等地进口，但自主可控进程预计将持续加速，国产零部件供应链迎来契机。

- **零部件厂商海外业务：2024 年海外设备行业迎景气拐点，零部件厂商海外业务收入提速。**根据 SEMI，2023 年全球半导体前道设备销售额同比下滑 6% 至 906 亿美元，全球设备前道销售额有望在 2024 年同比增长 3% 至 932 亿美元，在 2025 年将加速同比增长 18% 至 1100 亿美元。根据 ASML、LAM 等海外设备龙头的指引，2024 年将是全球设备景气度的过渡年，受益于行业景气度复苏、AI 需求增长等，2025 年行业将迎来强劲增长。富创精密、新莱应材等国内头部零部件公司有相当一部分收入比例来自海外客户，2023 年富创精密海外业务收入同比承压，新莱应材海外客户订单由于中美关系和行业景气度等有所延后。2024 年，伴随海外设备行业迎景气度拐点，带动国内设备零部件龙头海外业务长期收入提速；
- **零部件厂商国内业务：国内设备龙头订单趋势向好，零部件厂商有望迎来订单加速期。**2023 年国内零部件厂商国内客户需求仍在持续增长，例如正帆科技 2023 年半导体新签订单同比增长 84%，英杰电气 2023 年射频电源总订单达 1 亿元，大部分来自半导体设备端；但由于受国内大客户去库存、中美关系等影响，新莱应材等 2023 年零部件签单有所延后。展望 2024 年，伴随国内头部 Fab 大厂持续扩产，2024 年设备采招有望加速，叠加零部件国产替代持续深化，国内零部件厂商有望迎来订单加速期。

新莱应材 24Q4 利润环比稳健增长，全年半导体产品订单向好，同时公司在食品行业国内客户市占率持续提升；毛利率方面，半导体毛利率因规模化效应而呈现拐点向上趋势，食品行业产品毛利率因原材料价格下降而同比有所上涨；

正帆科技 2024 全年收入利润同比稳健增长，全年经营活动产生现金流净额为 0.37-0.42 亿元，同比+220%-264%。公司半导体设备和非设备业务份额持续提升，非设备业务收入大幅提升，同时公司运营管理效率持续提升，原材料库存占比大幅下降；

珂玛科技全年及 24Q4 收入和利润同比高增长，主要系客户需求旺盛，陶瓷加热器等产品快速放量，同时陶瓷加热器产品带来毛利率提升；

汉钟精机半导体真空泵产品持续测试，以半严苛和严苛制程为主。

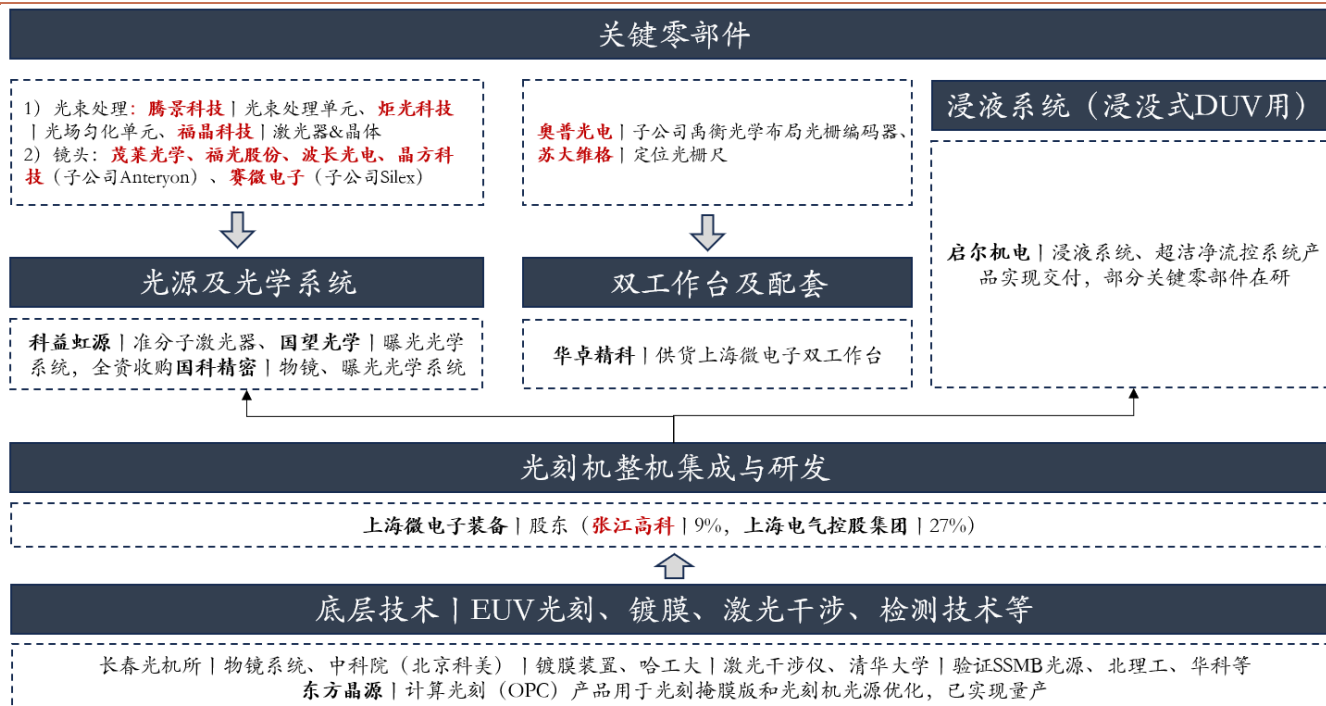
图 94：国内半导体零部件公司已披露业绩情况

单位：亿元	2024全年						24Q4					
	收入	增速	归母净利润	增速	扣非净利润	增速	收入	增速	归母净利润	增速	扣非净利润	增速
新莱应材			2.45-2.8	同比+3.9%-18.7%	2.29-2.64	同比+0.1%-15.4%			0.47-0.82	同比-30.5%~+21.3% 环比-18.4%~+42.4%	0.45-0.8	同比-30.8%~+22/6% 环比-11.8%~+56.2%
正帆科技	50-55	同比+30%-43%	5.22-5.63	同比+30%-40%	4.75-5.1	同比+40%-50%	15-20	同比+5.2%-40.4% 环比-9.1%~+21.2%	1.9-2.3	同比+45.5%~77% 环比-16%~+2%	1.66-2.01	同比+18.8%~44% 环比-15%~+3%
珂玛科技	8.4-8.6	同比+74.8%-79%	3.02-3.12	同比+268.9%-281.1%	2.94-3.04	同比+278.4%-291.3%	2.24-2.44	同比+75.4%~91% 环比-3.4%~+5.3%	0.76-0.86	同比+208%-248% 环比-12%~-0.5%	0.74-0.84	环比-11.6%~+0.3%
先锋精科	10-11.5	同比+79.3%-106.2%	2.1-2.2	同比+161.6%-174%	2.08-2.18	同比+160.7%-173.2%	1.31-2.81	同比-29%~+52% 环比-59%~-12.5%	0.35-0.45	同比+16%~49% 环比-44.4%~-28.5%	0.33-0.43	同比+0.1%~30.5% 环比-47.6%~-31.7%
江丰电子	36.2	同比+39%	3.58-4.2	同比+40%-65%	2.8-3.44	同比+79.8%~120.9%	9.93	同比+32.4% 环比-0.5%	0.71-1.35	同比+13.6%~116% 环比-43.6%~+7.2%	0.18-0.81	同比+12.6%~422% 环比-81%~-12.2%

资料来源：公司财报、招商证券

国内光刻机产业链上市公司主要聚焦光学、工作台、浸液系统和相关零部件，自主可控需求赋能长期成长。国家于 2008 年启动 02 专项即“极大规模集成电路制造装备及成套工艺”专项，以建立自主的高端光刻技术和产业发展能力，聚焦 28nm 浸没式光刻机和极紫外光刻技术，针对不同细分环节，“02 专项”设立了如光源、曝光光学系统、双工作台系统、浸液系统、核心零部件等的子项目。在光刻机项目群中，整机项目由上海微电子承接，各关键系统项目最早由中科院微电子研究所、长春光机所、上海光机所等研究院所承接，并联合清华大学、哈工大、华科、北理工等高校进行攻关。随着国内光刻机整机制程不断推进，关键的光学、工作台、浸液系统等技术均取得突破，国内科研院所、高校纷纷成立产业基地或公司来推动研究成果产业化落地，例如**科益虹源**背靠中科院微电子所和北京经开区，是“准分子激光器”项目产业化基地；**国望光学**、**国科精密**背靠长春光机所和上海光机所，团队曾承接“高端光刻机曝光光学系统”项目；**华卓精科**由清华大学朱煜团队成立，实现了“光刻机双工作台系统样机研发”项目产业化；**启尔机电**前身为浙江大学流体动力与机电系统国家重点实验室启尔团队，由“光刻机浸液系统”项目孵化。考虑到国内光刻机各技术环节逐步突破，关键子系统和核心零部件自主可控需求迫切，我们建议重点关注 1) 国内光刻机系统厂商如**科益虹源**、**国望光学**、**国科精密**、**华卓精科**、**启尔机电**（均未上市）等；2) 国内上市关键零部件厂商如**福晶科技**、**腾景科技**、**炬光科技**、**茂莱光学**、**福光股份**、**波长光电**、**晶方科技**、**赛微电子**、**苏大维格**、**奥普光电**等；3) 光刻机配套检测服务等厂商如**东方晶源**（未上市）等。

图 95：国内光刻机产业链标的（标红为上市公司）

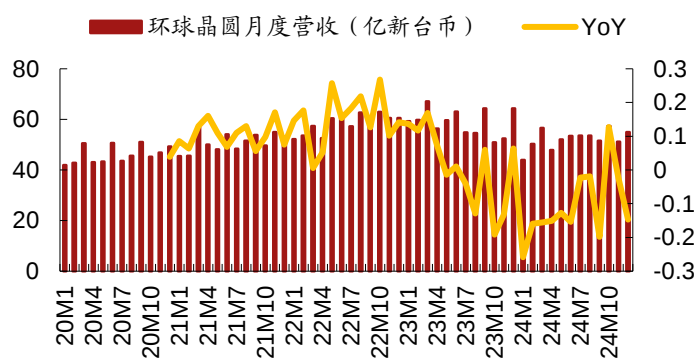


资料来源：各公司公告，招商证券整理

（3）材料：伴随下游晶圆厂稼动率提升而景气改善，各厂商新品放量 和国产替代加速

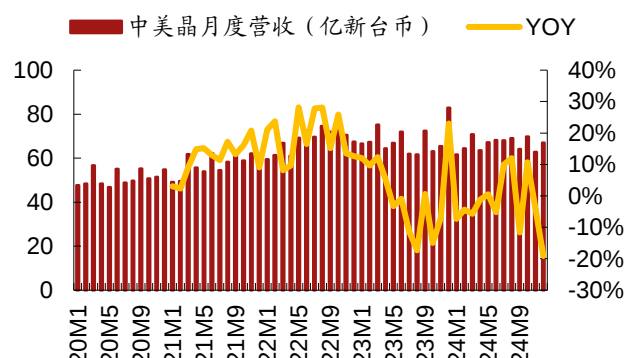
12 月部分硅片厂商月度收入同比下滑。12 月环球晶圆实现营收 54.9 亿新台币，同比-14.7%；中美晶 12 月实现营收 67.0 亿新台币，同比-19.1%。

图 96：环球晶圆月度营收及增速（12 月）



资料来源：Wind、招商证券

图 97：中美晶月度营收及增速（12 月）

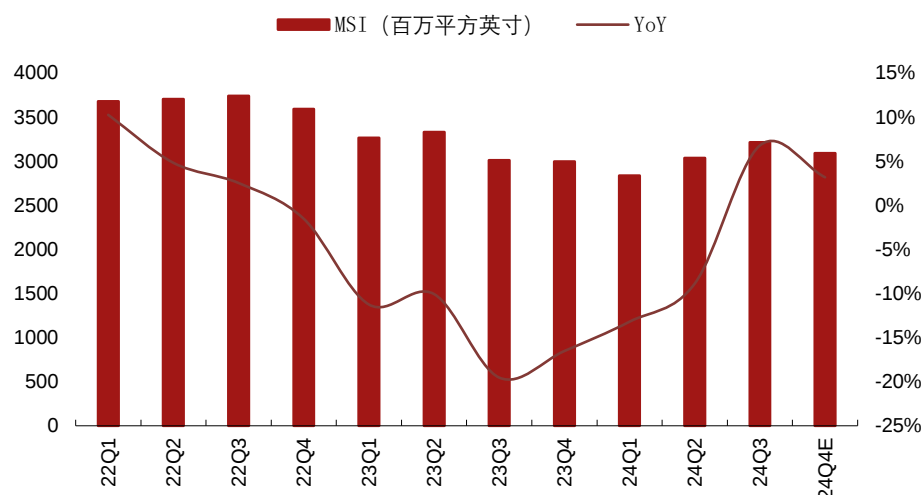


资料来源：Wind、招商证券

半导体晶圆出货量持续同比增长。根据 SEMI，24Q3 全球半导体晶圆出货量为 32.1 亿平方英寸，同比+5.9%，预计 24Q4 全球半导体晶圆出货量为 30.9 亿平方英寸，同比+3.2%，2025 年强劲反弹 10%，达到 133.3 亿平方英寸。

SEMI 预计到 2027 年，硅晶圆出货量将继续强劲增长，以满足与人工智能和先进制程相关的日益增长的需求，全球半导体晶圆厂产能利用率提高。此外，先进封装和高带宽存储器（HBM）生产中新应用需要额外的晶圆，促进对硅晶圆需求的增加。

图 98：全球半导体晶圆出货量



资料来源：SEMI、招商证券

2024 年以来材料景气度伴随下游晶圆厂稼动率持续恢复，新品拓展和国产替代加速。半导体材料景气度伴随下游 Fab 稼动率波动，2024 年以来，国内 Fab 稼动率持续复苏，中芯国际和华虹 24Q3 整体稼动率分别恢复至 95.4% 和 105.3%，进而带动国内部分材料厂商收入业绩边际改善。同时，部分厂商受益于新品快速放量，例如江丰电子、雅克科技等预计 24Q4 收入利润同比增速较高。

国内硅片龙头业绩承压，系行业景气度尚未明显复苏。

根据 SEMI，2024 年全球半导体硅片（含 SOI 硅片）市场规模预计为 133 亿美元，同比-5.6%，全球半导体硅片出货面积与上年同期相比小幅下跌 2.5%，其中，300mm 半导体硅片出货面积与上年同期相比小幅微涨 1.4%，200mm 半导体硅片出货面积与上年同期相比继续下跌 12.1%。

受竞争环境影响，硅片企业 24Q4 增收不增利，沪硅产业 2024 年大硅片 ASP 下降但销量略有提升，200mm 硅片量价齐跌，24Q4 归母净利润亏损 3.0-4.6 亿元，同环比均下滑，系 ASP 下降及子公司 Okemtic OY&新傲商誉减值影响；立昂微全年收入创历史新高，产销量同比实现了大幅增长，24Q4 预计收入 8.2 亿元，同比+21%/环比-0.2%，归母净利润预计亏损 2.0 亿元，同环比均减少，系折旧摊销及大幅计提资产减值准备所致。

半导体硅片龙头环球晶圆表示，受到汽车、消费性电子需求低迷而影响 2024 年营收，半导体硅片市场复苏不均，呈现先进制程需求旺，成熟制程未明显回春状态。尽管客户库存水位仍略高于平均水准，导致 2024 年硅片出货量放缓，不过在 AI 需求增长和先进制程需求提升的推动下，2025 年可望逐步复苏。

国内主要掩模版公司收入增长向好，新产能持续开出

清溢光电、路维光电、龙图光罩等掩模版厂商下游行业领域需求旺盛，稼动率持续提升，新产品和新产能陆续释放；1 月 6 日，佛山清溢高精度掩模版圆满封顶，主要生产 8.6 代及以下面板级掩模版产品，项目达产后显著提升平板显示掩模版产能。考虑到 2025 年预计各家规划新增产能陆续开出，半导体制程节点不断向前推进，收并购计划持续进行，收入订单增长动力较强。

国内客户对半导体气体需求持续增长，气体项目建设稳步推进，但国内部分气体厂商业绩受价格拖累

受国外龙头企业销售策略调整及锗烷等原材料价格上涨影响，行业竞争加剧，国内气体厂商业绩受价格拖累。凯美特气 2024 全年收入同比下降系稀有气体原料下降导致相关产品价格下跌，24Q4 预计归母净利润亏损 0.1-0.2 亿元，同环比均下滑，主要受产品价格下跌、股权激励费用及非经常损益大幅减少影响，扣非净利润亏损 0.2 亿元，同比持平/环比减少 1.0 亿元。

➤ 国内光刻胶仍处于产品突破和持续国产替代过程，研发投入持续增加

1) 彤程新材导入多款高分辨率 KrF、ArF 光刻胶和 BARC 底部抗反射层等产品在客户端验证，并陆续通过客户产品认证，KrF 光刻胶成为新品销售的主力，ArF 光刻胶开始形成销售；2) 华懋科技重要参股公司徐州博康有多款高端光刻胶产品分别获得了国内 12 寸晶圆厂的相关订单，包括 ArF-immersion 产品及 ArF-dry，KrF，I-line 等。其中，ArF-immersion 产品已经适用于 28-45nm 制程；3) 上海新阳 i 线、KrF 光刻胶在超 20 家客户端进行测试验证，ArF 光刻胶研发顺利推进，浸没式已有多款产品测试验证；4) 南大光电目前在研三款 ArF 光刻胶产品已通过认证并实现销售。

雅克科技 2024 年全年归母净利润 8.5-9.3 亿元，同比增长 47%-60%，扣非净利润 8.1-8.9 亿元，同比增长 45%-60%，业绩增长主要系①公司电子材料业务收入显著增长明显；②显示面板材料及配套试剂业绩明显增长；③液化天然气保温板材营收大幅增加，24Q4 单季度延续增长态势，归母净利润 1.0-1.8 亿元，同比增长 2.4%-83.3%，扣非净利润 0.5-1.4 亿元，同比下滑 29.4%-增长 85.0%。

➤ 国内靶材企业产品快速放量，全球渗透率有望持续提升

江丰电子 24Q4 单季度营收 9.9 亿元，同比+32%/环比持平，归母净利润 0.7-1.3 亿元，同比增长 14%-116%/环比下滑 44%-增长 7%；非经常性损益主要系公司投资中芯国际、芯联集成的公允价值变动、非流动资产处置损益及政府补助，扣非净利润 0.2-0.8 亿元，同比增长 13%-422%/环比下滑 12%-81%。公司高端靶材业绩提升，半导体零部件销售持续放量，后续随着规模效应逐步显现，经营效益有望进一步提升；2) 有研新材 24Q4 预计归母净利润 0.1-0.4 亿元，同环比均下滑系稀土板块拖累所致，公司 2024 年前三季度靶材销量同比增长超 40%，赶超去年全年销量水平（2023 全年销量 2.7 万块），系德州基地放量批产，德州新产能达产后将释放长期业绩增长动能。

先进封装带动晶圆级和芯片级封装材料需求增长，核心材料主要份额被海外厂商占据。Bumping、RDL、TSV 等晶圆级工艺带动光刻胶（g/i 线光刻胶、PSPI）、湿电子化学品（电镀液、刻蚀液、显影液、抛光液、剥离液、清洗液等）、气体（含氟气体、保护气等）、晶圆 UV 膜等晶圆级材料需求；研磨、切割、贴装、塑封、键合等工艺升级对芯片保护、粘合、承载、散热要求提高，粘合剂（临时键合胶、底部填充胶、DAF 膜、压敏胶等）、塑封料（环氧树脂塑封料、球形硅微粉、球形氧化铝）、封装基板（ABF 载板、玻璃基板等）、导热材料等需求得到提升。

国内先进封装材料国产化率仍有提升空间，厂商加速新品突破。国内安集科技、艾森股份、飞凯材料、德邦科技等厂商虽在 g/i 线光刻胶、湿化学品、底部填充材料等市场形成一定国产替代，但主要份额仍被海外厂商占据；而在高端 PSPI 光刻胶、塑封料、电子粘合剂、封装基板等领域，国内厂商如华海诚科、联瑞新材、兴森科技等厂商面向晶圆级、2.5D/3D 封装等的高端产品多处于验证阶段，技术水平较海外龙头仍有一定差距，国产化率提升空间较大。

1) 华海诚科先进封装 GMC 在多个客户考核通过, 自主研发的 GMC 制造专用设备具备量产能力; 公司已完成验证的芯片级底部填充胶正在做前期重复性量产准备, 和最终客户协同开发的适用于“Chiplet”封装的特殊性能底部填充胶正在认证考核; 公司新购入一套 LMC 专用压缩模塑设备, 加快 LMC 研发进度。

公司收购衡所华威事宜有序推进。衡所华威销售网络覆盖全球主要市场, 客户包括英飞凌、安森美、安世、长电、华天、通富、士兰微等知名厂商, 2023 年在全球环氧塑封料企业中销量第三、销售额第四, 在国内同行销售额和销量均位于第一, 华海诚科收购衡所华威可以加速国际化布局, 扩大海外优质市场份额。

2) 德邦科技集成电路板块前三季度增速高达 30%, 其成熟产品 UV 膜系列、固晶系列、导热系列等均实现较好增长, 芯片级封装材料持续推进客户端导入上量, 其中 DAF 膜已在部分客户实现量产出货, CDAF 膜、AD 胶、Underfill 实现部分客户小批量交付, TIM1 获得部分客户验证通过, 正在推进产品导入。

公司拟使用现金收购泰吉诺 89.42% 的股权, 泰吉诺主营 AI 服务器、CPU、GPU 等用 TIM 材料, 其毛利率近 60%, 净利率超 20%, 未来增长点主要围绕 AI 领域, 公司承诺 2024-2026 年累计实现净利润不低于 4233 万元, 预计 CAGR 达 30%, 补充德邦科技客户渠道。

3) 艾森股份先进封装用电镀铜基液(高纯硫酸铜)已在华天科技正式供应; 先进封装用电镀锡银添加剂已通过长电科技的认证, 尚待终端客户认证; 28nm 大马士革镀铜添加剂已在华力小批量验证中, 14nm 超纯硫酸钴也已在华力验证; 先进封装用 g/i 线线性光刻胶已通过长电科技、华天科技的认证并实现批量供应, 正性 PSPI 获得晶圆头部企业的首笔订单; 光刻胶配套试剂如附着力促进剂、显影液、去除剂、蚀刻液等产品在下游封装厂商的规模化供应。

艾森股份拟通过发行股份及支付现金方式购买倍诺新材控股权并募集配套资金, 倍诺新材料成立于 2017 年底, 主营 OLED 材料及光刻胶, 涉及有机发光材料、空穴传输材料和电子传输材料等, 并形成了完整的知识产权布局, 截至 2023 年累计研发产品 1800 余个, 覆盖 90% 以上的 OLED 结构类型, 构建分子砌块库 10 余个, 成功量化产品 60 余个, 申请(授权)专利 40 项, 部分专利产品已经过厂商验证, 产品远销韩国、日本、非洲、美国、欧洲等国家和地区, 与全球领先 OLED 终端材料厂商建立了长期稳定的合作关系, 客户包括三星、LG、京东方等, 若成功收购有望补充艾森光刻胶品类及面板领域客户。

图 99: 国内部分半导体材料公司 24Q4 业绩前瞻

公司名称	收入	同比	环比	归母净利润	同比	环比	扣非净利润	同比	环比
沪硅产业				亏损3.0-4.6亿元	减少2.8-4.4亿元	减少1.6-3.2亿元	亏损4.3-6.4亿元	减少3.2-5.3亿元	减少2.1-4.2亿元
立昂微	8.2亿元	20.6%	-0.2%	亏损2.0亿元	减少0.8亿元	减少2.1亿元	亏损2.2亿元	减少0.5亿元	减少2.2亿元
TCL中环				亏损21.4-28.4亿元	减少0.7亿元-增加6.3亿元	增加1.6-8.6亿元	亏损22.8-29.8亿元	减少2.4增加4.6亿元	增加4.5-11.5亿元
神工股份	0.6-0.9亿元	252.6%-441.8%	-37.1%~-3.4%	0.0-0.1亿元	增加0.3-0.4亿元	-88.9%~-62.5%	0.0-0.1亿元	增加0.3亿元	-95.6%~-68.5%
中晶科技				0.1亿元	增加0.2-0.3亿元	206.3%-421.1%	0.0-0.1亿元	增加0.2亿元	148.0%-462.8%
上海合晶				0.2-0.5亿元	-29.0~+40.1%	-23.8%~+50.3%	0.2-0.4亿元	-28.5%~+39.8%	-24.3%~+48.2%
凯美特气				亏损0.1-0.2亿元	减少0.0-0.1亿元	减少0.3-0.4亿元	亏损0.2亿元	0.0亿元	减少1.0亿元
巨化股份				6.1-8.4亿元	211.3%-328.2%	44.7%-99.0%	5.4-7.7亿元	301.9%-474.1%	37.5%-96.4%
鼎龙股份	9.3亿元	17.6%	3.0%	1.1-1.5亿元	148.5%-235.9%	-28.3%~-3.0%	1.0-1.4亿元	176.9%-291.5%	-34.1%~-6.9%
雅克科技				1.0-1.8亿元	2.4%-83.3%	-55.8%~-20.9%	0.5-1.4亿元	-29.4%~+85.0%	-77.7%~-41.5%
晶瑞电材				亏损1.5-2.2亿元	减少1.4-2.1亿元	减少1.6-2.3亿元	亏损1.3-2.0亿元	减少1.3-1.9亿元	减少1.2-1.9亿元
飞凯材料				0.0-0.6亿元	增加1.0-1.6亿元	减少0.2-0.9亿元	亏损0.1-盈利0.6亿元	增加1.2-1.8亿元	减少0.2-0.8亿元
兴福电子	1.7-3.6亿元	-30.1%~+47.7%	-47.8%~+10.2%	0.2-0.4亿元	-10.3%~+93.1%	-63.4%~-21.1%	0.2-0.3亿元	105.6%-308.9%	-62.4%~-25.2%
江丰电子	9.9亿元	32.4%	-0.5%	0.7-1.3亿元	13.6%-116.1%	-43.6%~+7.2%	0.2-0.8亿元	12.6%-422.0%	-81.1%~-12.2%
有研新材				0.1-0.4亿元	-93.8%~-53.4%	-92.7%~-45.2%	亏损0.1-盈利0.3亿元	-112.9%~-52.6%	-111.2%~-58.8%
阿石创				亏损0.3-0.4亿元	减少0.2-0.4亿元	减少0.3-0.5亿元	亏损0.4-0.5亿元	减少0.3-0.5亿元	减少0.4-0.5亿元
天岳先进	4.7-5.7亿元	10.1%-33.5%	27.0%~-54.1%	0.3-0.6亿元	19.7%-175.0%	-34.5%~+50.6%	0.1-0.4亿元	577.0%-3340.6%	-78.1%~+11.2%

资料来源: Wind, 招商证券

5、EDA/IP：芯原股份在智能汽车和 AI 终端类市场积极布局

关注国内 EDA/IP 公司在 AI 相关领域的布局。芯原股份 2024 年营收同比基本持平但归母净利润亏损额较大，公司 24Q4 营收同比增长超 17%，其中芯片设计业务同比增长约 81%、知识产权授权使用费业务营收同比下降约 28%、量产业务营收同比增长约 32%，截至 2024 年末，公司在手订单 24.06 亿元，较 24Q3 末的 21.38 亿元环比提升 13%。芯原在智能汽车、AR/VR 等增量市场积极布局已经为多家国际行业巨头提供技术和服务，目前集成芯原 NPU IP 的 AI 类芯片在全球出货已超 1 亿颗。概伦电子 2024 年预计将持续亏损，公司全年营收实现同比 27% 的增长，全年计提股份支付费用预计 2300 万元左右，研发投入占比维持高位。

图 100：国内 EDA/IP 公司 2024 年业绩预告情况（单位：亿元）

公司	市值	营收	同比	归母	同比
芯原股份	289	23.2	-1%	-6.1	
概伦电子	87	4.2	27%	-0.9	
灿芯股份	96			0.6	-64%

资料来源：公司公告，招商证券

图 101：国内 EDA/IP 公司 24Q4 业绩预告情况（单位：亿元）

公司	市值	营收	同比	环比	归母	同比	环比	扣非	同比	环比
芯原股份	289	6.7	17%	-6%	-2.2			-2.2		
概伦电子	87	1.4	31%	68%	-0.3			-0.4		
灿芯股份	96				-0.2			-0.3		

资料来源：公司公告，招商证券

四、行业政策、动态及重要公司公告

1、产业政策

表 11：半导体相关政策梳理

日期	政策	内容
2025-01-03	美国 BIS 进一步将 11 个中国实体列入实体清单	本次实体清单进一步补充了一系列科研院所，包括中科院长春光学精密机械与物理研究所、中科院上海光学精密机械研究所、鹏城实验室、季华实验室等。
2024-12-02	美国 BIS 公布最新实体清单名单	美国《联邦公报》官网显示，BIS 在《出口管制条例》（EAR）实体清单中增加了 140 家公司，所有这些实体被认定参与先进 IC 或先进半导体制造项目的开发和生产。在本次 BIS 颁布的新规中，美国政府动用 FDP 规则，针对 EAR 中的某些先进的半导体制造设备、超级计算机等进行了规则修改，于 12 月 2 日开始生效，并且新增了对 HBM 等的限制、修改了先进 DRAM IC 的定义等
2024-06-19	《科创板八条措施》	证监会发布《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》，进一步深化改革，提升对新产业新业态新技术的包容性，发挥资本市场功能，更好服务中国式现代化大局
2024-01-01	荷兰政府取消部分光刻机型出口许可证	荷兰 ASML 公司发布公告称，荷兰政府最近撤销了原定于 2023 年出货的 NXT:2050i 和 NXT:2100i 光刻系统的部分许可证，影响了中国的少数客户
2023-10-17	BIS 发布更新版的先进计算和半导体制造设备法案	对各类设备限制更加细致的修改和表述，尤其针对先进制程节点；就光刻设备而言，BIS 称规定了受限光刻设备的最小分辨率和满足“用于开发或先进节点 IC 的生产”，要求最大专用卡盘覆盖 2.4nm 以下均受限；针对规定，ASML 回应称，新规定将适用于中国有限数量的与先进半导体制造相关的晶圆厂
2023-06-30	荷兰公布出口管制法令新规	针对部分先进的光刻机和沉积设备进行出口管制，将于 9 月 1 日正式实施
2023-05-23	日本通过出口管制法令	日本 3.31 发布的出口管制法令征求意见通过，将于 7 月 23 日正式实施法令
2023-05-21	美光在华销售产品安全审查未通过	据网信办发布，美光公司产品存在较严重网络安全问题隐患，对我国关键信息基础设施供应链造成重大安全风险，影响我国国家安全。为此，网络安全审查办公室依法作出不予通过网络安全审查的结论。按照《网络安全法》等法律法规，我国内关键信息基础设施的运营者应停止采购美光公司产品。
2023-03-31	《关于对美光公司在华销售产品启动网络安全审查的公告》	根据中央网信办，为保障关键信息基础设施供应链安全，防范产品问题隐患造成网络安全风险，维护国家安全，依据《中华人民共和国国家安全法》《中华人民共和国网络安全法》，网络安全审查办公室按照《网络安全审查办法》，对美光在华销售的产品实施网络安全审查。
2023-03-31	日本根据出口贸易管制令附表 1 和外汇令附表的规定，部分修改规定商品或技术的部令草案征求意见	日本产业经济省于 3 月 31 日决定修正部分商品或技术的出口贸易管制法令，以加强尖端芯片领域的出口管制。本次修订将于 4 月底通过表决，预计于 5 月颁布，7 月实行。日本政府将在出口管制清单中增加 6 大类（光刻、刻蚀、薄膜沉积、清洗、热处理、测试）共 23 项先进半导体制造设备。新增的 23 项产品需要单独办理许可证，不包括 42 个友好国家和地区，但对中国大陆等出口难度较大。
2023-03-02	BIS 在实体清单中新增 28 家中国企业	被纳入清单的包括 AI 公司第四范式、中国最大服务器厂商浪潮集团、国产 CPU 厂商龙芯中科、深圳华大基因研究院等。
2022-12-15	BIS 将 36 家中国公司和研究机构列入实体清单	BIS(商务部工业与安全局)宣布将长江存储、上海微电子、寒武纪、中科院计算所等 36 家中国科技公司和研究机构列入实体清单，以限制这些企业获得美国的产品、软件和技术

日期	政策	内容
2022-10-13	美国更新 BIS 名单, 新增 31 家中国企业	“未经核实” (Unverified List, UVL) 名单与出口管制实体清单不同, 实体清单主要针对贸易行为进行限制, 实体清单中企业不能与中国企业进行贸易往来; UVL 名单针对最终用途进行限制, UVL 中的实体仍可获得美国相关技术和商品但存在警示风险, 与美国企业进行贸易的中国企业的产品最终用途要受到调查。新增名单中包括长江存储、北方华创孙公司北京北方华创磁电科技有限公司及部分科研院所
2022-10-07	美国商务部对中国先进计算和半导体制造项目实施新的出口管制	美国商务部工业和安全局 (BIS) 对其出口管制进行一系列更有针对性的更新, 限制中国购买和制造用于军事应用的某些高端芯片的能力, 如先进计算芯片、超级计算机和先进半导体, 美国将通过将相关公司加入实体名单来限制其获得美国技术。 1) 将某些包含此类芯片的高级和高性能计算芯片和计算机商品添加到《商业控制清单》(CCL) 中。对 GPU 触控的技术限制设定为 A100 指标 (单精度 19.5TFLOPS, 双精度 9.7TFLOPS, I/O 为 600GB/s); 2) 为在中国进行超级计算机或半导体的开发或生产相关项目增加新的许可证要求, 例如先进数据中心、先进云计算、高端 AI、量子应用、高性能计算等项目; 3) 将《出口管制条例》(EAR) 的范围扩大到某些外国生产的高级计算项目和用于超级计算机的外国生产项目; 4) 将受许可证要求限制的外国生产项目的范围扩大到实体名单上位于中国境内的 28 家现有实体; 5) 在 CCL 添加某些半导体制造设备和相关项目; 6) 对中国半导体制造增加了新的许可证要求, 中国制造项目的许可证将面临“拒绝推定” (presumption of denial), 跨国公司的制造项目将根据具体情况决定。具体如下: ① 16/14nm 及以下的 FinFET 或 GAA-FET 逻辑芯片; ② 18nm 及以下的 DRAM 存储芯片; ③ 128 层及以上的 NAND 芯片; 7) 限制美国在没有许可证的情况下支持中国半导体制造业; 8) 对开发或生产半导体设备和相关项目的出口项目增加新的许可证要求; 9) 设立临时通用许可证 (TGL), 通过允许在中国境外特定、有限的制造活动, 将对半导体供应链的短期影响降至最低。
2022-08-12	BIS 对四项技术进行新的出口管制	规则涵盖的四种技术包括两种超宽带隙衬底半导体: 氧化镓 (Ga₂O₃) 和金刚石; 专门针对具备栅极全环场效应晶体管 (GAAFET) 结构的集成电路而设计的电子计算机辅助设计 (ECAD) 软件: 1) 氧化镓和金刚石是使用它们的半导体能够在更恶劣的条件下工作, 例如更高的电压或更高的温度。使用这些材料的设备大大提高了潜在的军事实力; 2) ECAD 是一类用于设计、分析、优化和验证集成电路或印刷电路板的性能。电子计算机辅助设计软件被用于军事和航空航天防御的各种应用设计复杂集成电路的行业。GAAFET 技术方法是扩展到 3 纳米及以下技术节点的关键。GAAFET 技术实现更快、更节能、更耐辐射的集成电路, 推进许多商业和军事应用, 包括国防和通信卫星。

日期	政策	内容
2022-07-28	美国国会众议院正式通过《2022 芯片与科学法案》(CHIPS and Science Act 2022)，并在 8 月 9 日由拜登最终签署为美国法律	法案侧重于美国国内半导体制造和科学研究，分为 A.芯片和开放无线网投资法案、B.研发和创新资助、C.2022 年最高法院安全资金法案，其中 A 和 B 部分最为关键。法案计划投资 2800 亿美元，其中 B 部分计划投资 2000 亿美元用于未来科学研究，C 部分不足 300 亿美元用于补充拨款以应对美国最高法院的威胁，A 部分与半导体密切相关，527 亿美元计划在 FY2022-2026 年间将用于补贴建设和更新晶圆厂及研发、人员培训等。具体来看，527 亿美元分主要有 4 个流向：美国芯片基金（CHIPS for America Fund）、美国国防芯片基金（CHIPS for America Defense Fund）、美国国际科技安全和创新基金（CHIPS for America International Technology Security and Innovation Fund）、美国劳动力和教育基金（America Workforce and Education Fund）

资料来源：BIS 官网、日本产业经济网、荷兰政府官网、中国网信办，招商证券

2、行业动态

1、中国 AI 初创公司深度求索发布 DeepSeek - R1，以高计算效率、优性能及低成本引发国际关注。DeepSeek 由中国企业家梁文锋于 2023 年创立，并由量化对冲基金 High Flyer 提供资金支持。虽然成立时间不长，但 DeepSeek 已经迅速在 AI 领域崭露头角。近期，该公司推出了一系列大型语言模型（LLM），包括 DeepSeek-V3、R1 以及多模态框架 Janus-Pro 和 JanusFlow 等。其中，R1 在数学、代码、自然语言推理等任务上的性能与 OpenAI 的 GPT-4 模型不相上下，在国外大模型排名 Arena 上的基准测试中更是升至全类别大模型第三，在风格控制类模型分类中与 GPT-4 并列第一。而 Janus-Pro 则在 GenEval 和 DPG-Bench 基准测试中击败了 OpenAI 的 DALL-E 3 和 Stable Diffusion 等强大对手。

DeepSeek 的技术团队规模虽然不到 140 人，但成员多为来自本土顶尖高校的应届博士、在读生及硕士生。他们通过对算法和模型架构的深入研究，实现了多项技术突破，如自研的 MLA 架构和 DeepSeek MOE 架构等。这些技术创新使得 DeepSeek 能够在成本控制方面表现出色。例如，DeepSeek-V3 仅用 2048 块 H800 GPU，花费 557.6 万美元就完成了 6710 亿参数模型的训练，这一成本远低于其他顶级模型，如 GPT-4 的训练成本高达 10 亿美元。

在应用市场方面，DeepSeek 的表现同样令人瞩目。1 月 27 日，DeepSeek 应用成功登顶苹果美国地区应用商店免费 APP 下载排行榜，力压 ChatGPT 等一众强敌。在国内 App Store 免费榜上，DeepSeek 也同样位居第一。在美区 App Store 免费榜 Top100 中，DeepSeek 和 ChatGPT 跻身前三，展现了其强大的市场竞争力和用户吸引力。（IC 网）

2、DeepSeek 应用已从意大利的 Google Play 和苹果 App Store 中下架。虽然确切原因未知，但猜测可能与意大利隐私监管机构 Garante 此前对 DeepSeek 提出的数据隐私问题有关。据路透社此前报道，当地时间 1 月 28 日，意大利隐私监管机构 Garante 表示，正要求中国人工智能公司 DeepSeek 提供关于个人数据使用问题的解释。Garante 称，希望能了解 DeepSeek “收集了哪些个人数据、从哪些来源收集、用于什么目的、基于什么法律依据，以及是否存储在中国”。Garante 在一份声明中称，DeepSeek 及其关联公司有 20 天时间作出答复。

援引美媒报道，美国海军基于“潜在安全和道德问题”，已要求人员避免以任何形式使用中国公司的 DeepSeek 模型。美国多名官员回应 DeepSeek 对美国的影响，表示 DeepSeek 是“偷窃”，正对其影响开展国家安全调查。

3、大基金三期等成立国家人工智能产业投资基金合伙企业，出资额 600.6 亿元。

据企查查信息显示，2025 年 1 月 17 日，国家人工智能产业投资基金合伙企业(有限合伙)成立，出资额 600.6 亿元。该基金的合伙人包括国智投（上海）私募基金管理有限公司与国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司。（全球半导体观察）

4、BIS 加强先进计算半导体出口管制，并将多家中国及新加坡实体列入实体清单。

1 月 15 日，美国商务部工业和安全局（BIS）发布两项规则。一是更新先进计算半导体出口管制，二是将中国 14 家、新加坡 2 家实体列入实体名单。美国商务部长吉娜·雷蒙多称这些规则旨在针对并加强管制，确保中国等规避法律、破坏美国国家安全的行为失败。新规巩固 2022 年、2023 年及 2024 年的管制措施，限制中国获取关键高端芯片能力，涵盖扩大代工厂和封装公司出口许可要求，更新《出口管理条例》，将 16 个实体，包括算能科技等人工智能公司列入实体名单，美方称其对美及盟国国家安全构成威胁。（芯榜）

5、英伟达 H20 GPU 芯片或被禁。2025 年 1 月 30 日，《彭博社》报道，特

朗普政府官员正在考虑对英伟达向中国出售芯片实施进一步的限制。由于新的政府班子在敲定政策重点，讨论还处于非常早期的阶段。官员们的重点是可能扩大限制范围，将英伟达的 H20 芯片也包括在内。（IC 网）

6、产线突发停产，台积电 2 万片晶圆或报废。近日，中国台湾发生 6.4 级地震，

虽台积电及其工厂未遭受重大损害，但部分产线仍需暂停生产，设备可能需重新校准。1 月 21 日地震发生后，台积电撤离中部和南部生产基地员工并暂停生产。据悉，多达 20000 片正在加工的晶圆可能受影响，部分或可完成生产，但多数可能报废，这将扰乱部分公司芯片出货，使某些产品可用性低于预期。（国芯网）

7、英伟达 AI 芯片故障引发微软等客户削减订单。当地时间 1 月 13 日，外媒报

道，英伟达新一代人工智能芯片 Blackwell 在数据中心部署时出现技术故障，主要表现为服务器机架过热和芯片连接异常，严重阻碍数据中心部署进程。受此影响，微软、亚马逊旗下 AWS、谷歌、Meta 等多家客户，近期削减了部分 Blackwell GB200 机架订单。据悉，微软作为 OpenAI 服务器提供商，原计划在美凤凰城设施安装至少 5 万枚 Blackwell 芯片的 GB200 机架。目前，尚不确定客户削减订单是否会冲击英伟达销售业绩，因有消息称，有其他买家对问题 GB200 服务器机架有意向。（芯榜）

8、台积电 2nm 芯片太贵，苹果将延至 2026 年采用。据报道，台积电 2nm 制程

因产能有限致价格过高，原计划最早采用该制程量产产品的苹果，被迫延后量产时程，预计将 2nm 工艺新款 iPhone 应用处理器量产延迟到 2026 年。目前台积电正全力提升产能，与苹果等巨头进行制程测试，苹果有望率先量产。但因产能未完全扩充，客户量产需付高价。为降成本，台积电需确保产能，今年 iPhone 17 系列或仍用 N3P 3nm 制程。台积电 2nm 制程月产能约 1 万片，目标 2026 年前提至 8 万片，同时提升 3nm 制程产能，巩固先进制程领先地位。（半导体行业观察）

9、台积电 CoWoS 今年扩产至约 7 万片，英伟达占总需求 63%。近日，台积电

宣布大规模扩充先进封装产能，其中 CoWoS 制程为扩充核心。随着群创旧厂设备进机及台中厂产能扩充，2025 年台积电 CoWoS 月产能预计达 7.5 万片。semiwiki 分析，受英伟达需求推动，2025 年月产能在 6.5-7.5 万片，2026 年预计 9-11 万片，英伟达占据 2025 年总需求的 63%。TrendForce 显示，随着英伟达 Blackwell 平台芯片放量，2025 年台积电 CoWoS - L 需求量将超越 CoWoS-S，

占比超 60%，年底月产能接近翻倍，达 7.5 - 8 万片。同时，主要云端服务供应商对 CoWoS 需求也将显著上升。（天天 IC）

10、NAND Flash 厂商 2025 年重启减产策略，以缓解供需失衡和稳定价格。集邦报告显示，2025 年 NAND Flash 产业面临需求疲弱、供给过剩双重压力。厂商主要通过降低 2025 年稼动率、延后制程升级等减产，受需求萎缩、价格压力驱动。集邦盘点，除 Micron 外，Kioxia 与 SanDisk 有减产规划，因专注 NAND Flash 产品，减产对营收冲击大。Samsung 虽部分领域领先，但因大陆市场竞争及技术转型，库存压力大也计划减产。集邦指出，短期内减产可稳定价格、缓解过剩压力，但或致下游成本上升影响消费意愿（TrendForce）

11、消息称三星大幅减产西安 NAND 闪存，每月晶圆产量将减至 17 万片。据报道，三星电子已决定减少其位于中国西安工厂的 NAND 闪存生产。这一举措似乎是为了保护收入，因为全球 NAND 供应过剩持续存在，导致今年价格预计将大幅下跌。据行业消息，三星电子已制定政策，将其最大的 NAND 生产基地——中国西安工厂的晶圆投入量较之前减少超过 10%。三星电子此前在 2023 年实施了减产，以减少 NAND 供应过剩造成的损失。当时，三星电子将 NAND 晶圆投入量削减了近一半以应对过剩，SK 海力士、美光和铠侠也纷纷效仿，这导致 NAND 价格恢复正常。（半导体行业纵横）

12、西部数据 NAND Flash 将减产 15%。据媒体报道，NAND Flash 营收排名第五大厂商西部数据日前已通知客户，将减产 15%，以缩减库存。据了解，大部分原厂是私下向客户透露减产的想法，并与客户沟通，具体减产幅度并不明确。唯独西部数据已正式通知客户，将减产 15%。（芯片说）

13、消息称 Arm 计划将授权许可费用涨价至高 300%，三星 Exynos 芯片未来发展面临变局。1 月 21 日消息，据外媒 Sammobile 报道，Arm 准备大幅提高授权许可费用，最高涨价 300%，这将严重影响三星 Exynos 芯片未来发展。三星曾因自研 CPU 内核功耗和性能不理想，于 2019 年 11 月解散相关部门，转而采用 Arm 公版设计。当前三星芯片制造部门 3nm 工艺良品率低，致 Galaxy S25 未用 Exynos 2500。原本计划在 Galaxy S26 “大量使用”的 Exynos 2600，因 Arm 涨价，应用计划或生变数。（环球 Tech）

14、马斯克称“明年 Optimus 产量有望达 5 万到 10 万台”。1 月 9 日，特斯拉 CEO 埃隆·马斯克称，AI 已成为对人类影响最大的技术，其进步迅猛，人工智能训练几乎耗尽人类积累的全部知识。他还表示，未来几乎每人都会拥有一台甚至更多人形机器人。若 Optimus 今年进展顺利，2026 年产量将增至 5 万到 10 万台，2027 年再增 10 倍。特斯拉致力于量产降本，擎天柱预计最终价格不到 2 万美元。近期视频显示，Optimus 手部自由度达 22 个，还能“蒙眼”在复杂地形行走。此外，马斯克的 xAI 刚完成 60 亿美元 C 轮融资。（财联社）

15、CES2025: AI 创新全面开花。CES2025 以“Dive In”为主题，从芯片到终端、从软件到硬件，AI 创新应用逐步深化，全面开花。在 AI 浪潮推动下，全球消费电子产业一直以来坚持的迭代式创新精神与活力被又一次激发，诸多形态突破、交互升级、技术演进的新品在 CES2025 的聚光灯下璀璨夺目。（中国电子报）

3、公司公告

1.精测电子于 2025 年 1 月 9 日发布了《武汉精测电子集团股份有限公司关于收购参股公司股权的公告》，公司拟以自有资金 8,850 万元人民币受让广汇新测持

有的标的公司 72.5%的股权（对应注册资本 21,750 万元，其中广汇新测实缴注册资本 8,850 万元），本次股权转让价格为每注册资本 1 元，所受让的标的公司股权中尚未出资到位的认缴注册资本 12,900 万元人民币，由受让方按照修改后的章程承担后续实缴出资义务。本次交易完成后公司将持有江门精测 100%股权。

2.万业企业于 2025 年 1 月 7 日，《股东集中竞价减持股份计划公告》公司第二大股东三林万业拟自披露该减持计划公告日起 15 个交易日后的 3 个月内，即 2025 年 2 月 7 日至 2025 年 5 月 7 日期间，通过集中竞价交易方式减持其所持有的股份合计不超过 911 万股，即不超过本公司目前总股本的 0.98%。

3.甬矽电子于 2025 年 1 月 7 日发布了《关于以集中竞价交易方式首次回购公司股份的公告》，本次回购价格不超过人民币 32.44 元/股（含），回购股份的总金额不低于人民币 7,000 万元（含），不超过人民币 9,000 万元（含）。回购期限为自董事会审议通过本次回购股份方案之日起 12 个月内。

4.聚辰股份于 2025 年 1 月 10 日发布了《关于持股 5%以上股东质押部分股份的公告》，亦鼎投资基于自身资金需求，于近日质押其持有的 275 万股股份，占其所持股份的比例为 24.08%，占公司总股本的比例为 1.74%。

聚辰股份于 2025 年 1 月 17 日发布了《关于持股 5%以上股东质押部分股份的公告》，亦鼎投资基于自身资金需求，于近日质押其持有的 25 万股股份，占其所持股份的比例为 2.19%，占公司总股本的比例为 0.16%。累计质押其持有的 300 万股股份，占其所持股份的比例为 26.27%，占公司总股本的比例为 1.90%。

聚辰股份于 2025 年 1 月 24 日发布了《关于持股 5%以上股东质押部分股份的公告》亦鼎投资基于自身资金需求，于近日质押其持有的 220 万股股份，占其所持股份的比例为 19.26%，占公司总股本的比例为 1.39%。累计质押其持有的 520 万股股份，占其所持股份的比例为 45.53%，占公司总股本的比例为 3.30%。

5.中微公司于 2025 年 1 月 14 日发布了《中微公司:关于对外投资设立全资子公司的公告》，拟在成都市高新区投资设立全资子公司中微半导体设备（成都）有限公司，建设研发及生产基地暨西南总部项目。2025 年至 2030 年期间，项目总投资约 30.5 亿元。项目公司注册资本为 1 亿元人民币。

6.至纯科技于 2025 年 1 月 15 日发布了《高级管理人员集中竞价减持股份计划公告》，公司副总经理陆磊先生拟通过集中竞价的方式减持其直接持有的部分公司股份。本次减持计划自公告之日起 15 个交易日后的 3 个月内，在符合法律法规规定的减持前提下，通过集中竞价的方式减持不超过 192,600 股的公司股份，减持数量占公司总股本的比例不超过 0.05%。减持价格按照减持实施时的市场价格确定。

7.泰凌微于 2025 年 1 月 17 日发布了《持股 5%以上股东减持股份计划公告》，国家大基金计划 2025 年 2 月 17 日至 2025 年 5 月 16 日期间，以集中竞价交易方式减持其所持有的公司股份数量合计不超过 4,800,000 股，拟减持比例不超过公司总股本的 2.00%。

8.天德钰于 2025 年 1 月 18 日发布了《深圳天德钰科技股份有限公司关于持股 5%以上股东减持股份计划公告》，天德钰股东 Corich LP、Richred LP 拟通过集中竞价交易或大宗交易方式减持其所持有的公司股份，合计减持股份数量不超过 8,726,770 股，占公司总股本的比例不超过 2.13%。

9.沪硅产业于 2025 年 1 月 21 日发布了《沪硅产业关于董事、高级管理人员增持公司股份计划的公告》，公司董事/总裁邱慈云先生、常务副总裁李炜先生、执行

副总裁陈泰祥先生、财务副总裁/财务负责人黄燕女士和董事会秘书方娜女士拟自 2025 年 1 月 21 日起 12 个月内，使用其自有资金或自筹资金，通过上海证券交易所交易系统允许的方式（包括但不限于集中竞价和大宗交易等）增持公司股份，本次合计拟增持金额不低于人民币 600 万元且不超过人民币 1200 万元。

10.美芯晟于 2025 年 1 月 21 日发布了《关于以集中竞价交易方式首次回购公司股份的公告》，本次回购股份全部用于员工持股计划及/或股权激励，回购价格不超过 49.00 元/股（含），回购资金总额不低于人民币 2,500.00 万元（含），不超过人民币 5,000.00 万元（含），回购期限自公司董事会审议通过本次回购方案之日起 12 个月内。

11.龙图光罩于 2025 年 1 月 22 日发布了《深圳市龙图光罩股份有限公司首次公开发行网下配售限售股上市流通公告》，公司首次向社会公开发行人民币普通股（A 股）33,375,000 股，并于 2024 年 8 月 6 日在上海证券交易所科创板挂牌上市，发行后公司总股本为 133,500,000 股，其中有限售条件流通股 108,404,724 股，无限售条件流通股 25,095,276 股。

12.南芯科技于 2025 年 1 月 22 日发布了《南芯科技关于拟以现金方式收购珠海昇生微电子有限责任公司 100%股权的公告》，公司拟以现金方式收购珠海昇生微电子有限责任公司 100%股权，收购对价合计不超过人民币 16,000 万元。

13.卓胜微于 2025 年 1 月 24 日发布了《江苏卓胜微电子股份有限公司 2025 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，公司本次向特定对象发行 A 股股票的募集资金总额不超过 350,000.00 万元。

14.华峰测控于 2025 年 1 月 25 日发布了《华峰测控向不特定对象发行可转换公司债券预案》，根据相关法律法规的规定并结合公司财务状况和投资计划，本次可转债发行总额不超过人民币 100,000.00 万元（含 100,000.00 万元），本次可转债期限为自发行之日起六年。本次可转债每张面值 100 元人民币，按面值发行。本次可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和支付最后一年利息。

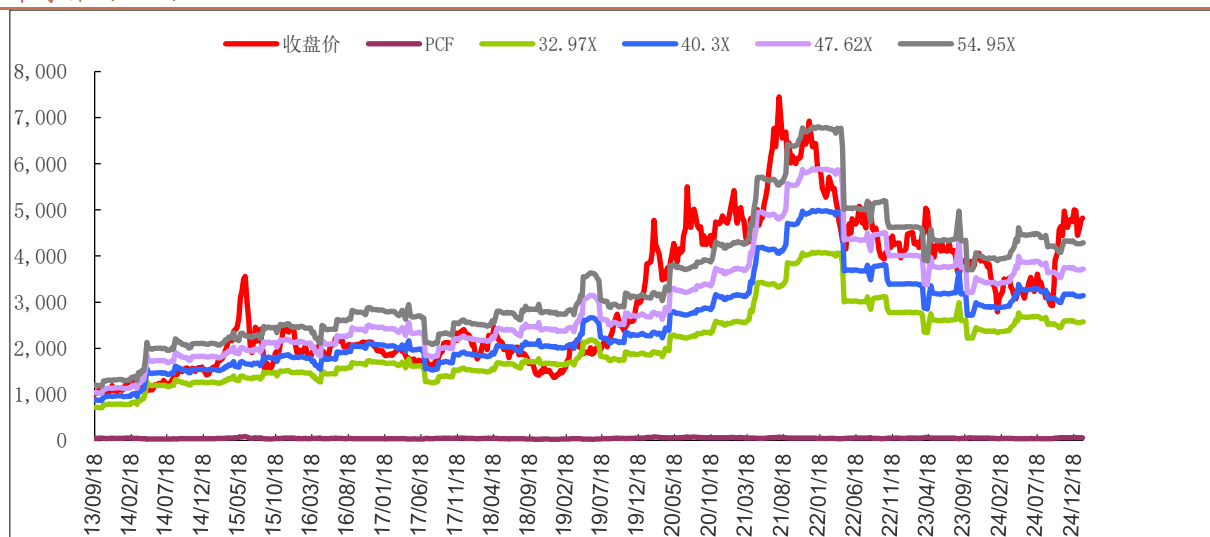
15.闻泰科技于 2025 年 1 月 25 日发布了《关于签署股权转让协议的公告》，公司全资子公司闻泰通讯与立讯通讯签署了《股权转让协议》，转让嘉兴永瑞、上海闻泰电子和上海闻泰信息（含下属子公司，下同）100%股权，标的股权的转让价款暂定为 6.16 亿元。

五、估值及投资建议

1、估值分析

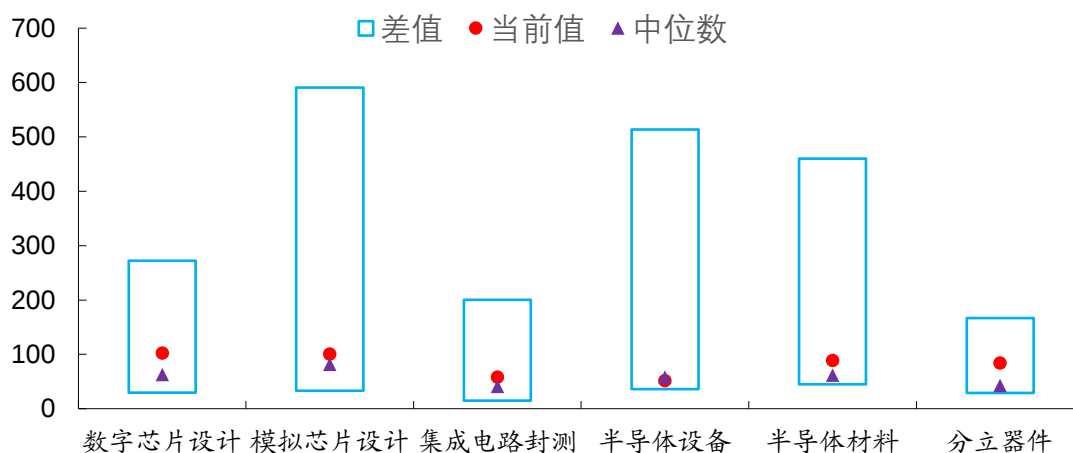
目前，半导体板块整体估值低于历史中位数，除模拟芯片设计外，大部分板块均低于历史低位。SW 数字芯片设计板块当前 PE-TTM 约 103 倍，历史中位数约 63 倍，最大值 272 倍，最小值 30 倍；SW 模拟芯片设计板块当前 PE-TTM 约 101 倍，历史中位数约 82 倍，最大值 591 倍，最小值 33 倍；SW 集成电路封测板块当前 PE-TTM 约 58 倍，历史中位数约 41 倍，最大值 200 倍，最小值 15 倍；SW 半导体设备板块当前 PE-TTM 约 52 倍，历史中位数约 59 倍，最大值 514 倍，最小值 36 倍；SW 半导体材料板块当前 PE-TTM 约 89 倍，历史中位数约 62 倍，最大值 460 倍，最小值 45 倍；SW 分立器件板块当前 PE-TTM 约 84 倍，历史中位数约 43 倍，最大值 167 倍，最小值 29 倍。

图 102：半导体（SW）- PE Bands



资料来源：Wind、招商证券

图 103：半导体各细分板块估值偏离度（采用 SW 行业）

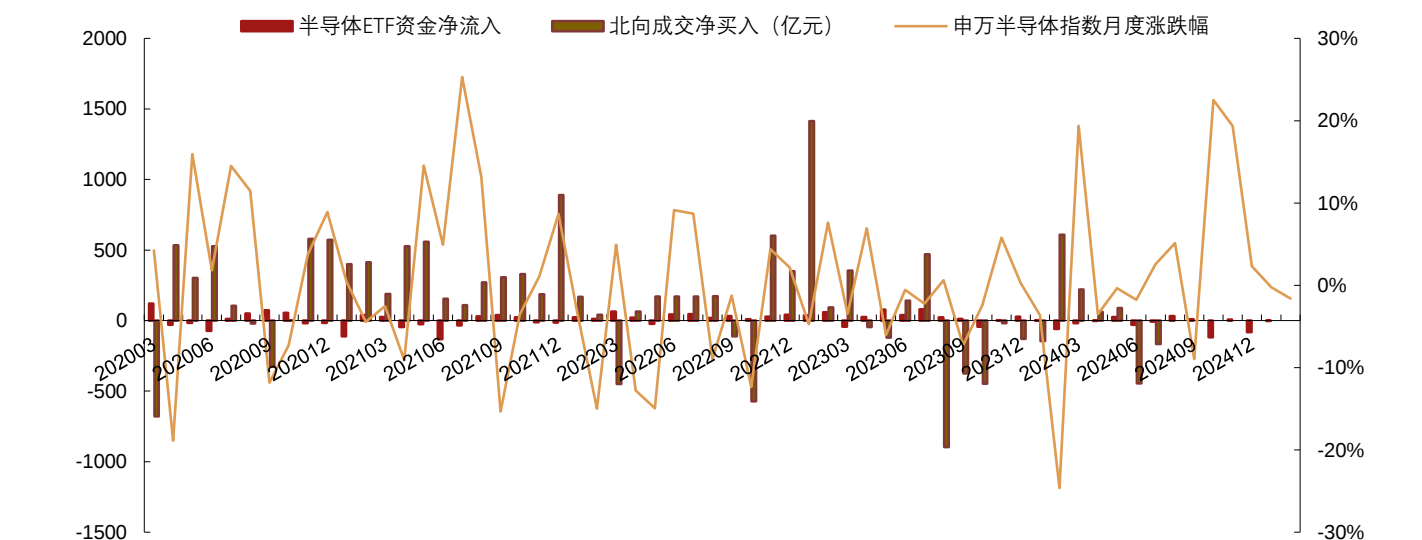


资料来源：Wind、招商证券

2、资金面分析

我们选取与半导体相关的 ETF 和北向资金情况与半导体板块涨跌幅进行分析，从 2024 年至今，半导体相关 ETF 资金和北向资金流向对半导体板块行情产生一定的影响。

图 104：北向资金/市场半导体相关 ETF 资金流入流出情况和半导体板块涨跌幅的关系



资料来源：Wind、招商证券

3、投资建议

投资建议：当前半导体板块景气改善趋势略有放缓，AI 终端等创新产品渗透率望逐步提升，外部环境影响下各种政策和地缘形势或有变动可能。从确定性、景气度和估值三因素框架下，重点聚焦三条主线：①关注算力需求爆发叠加自主可控逻辑持续加强的 GPU、代工、设备、封测、材料和上游 EDA/IP 等公司（该部分亦包含众多指数核心成分股）；②把握 AI 终端等消费电子和智能车等新品带来的产业链机会；③把握确定性+估值组合，关注业绩向好趋势能见度较高的设计公司：

1) 算力产业链：建议关注国产自主算力大芯片厂商以及受益于边际复苏及 AI 服务器需求提升的存储产业链标的如海光信息、寒武纪、龙芯中科、澜起科技、聚辰股份等；

2) 设备&材料&零部件：2024 年国内先进制程和存储扩产趋势有望同比显著加速。建议关注①受益于 3D NAND 扩产弹性的如中微公司、拓荆科技、华海清科、北方华创等；②受益于国内 DRAM 扩产弹性的华海清科、京仪装备等；③设备国产化率有显著提升空间的芯源微、中科飞测、精测电子等；零部件建议关注受益于国外设备景气复苏和国内设备订单加速的富创精密、正帆科技、茂莱光学、英杰电气等；材料建议关注受益于下游扩产的安集科技、华特气体、广钢气体、中船特气等，以及先进封装材料标的如德邦科技、艾森股份等；

3) 封测：关注在先进封测领域布局的通富微电、长电科技、甬矽电子、伟测科技、华天科技以及有望受益于行业整体复苏的汇成股份、顾中科技、晶方科技、气派科技、蓝箭电子、利扬芯片等；

4) EDA/IP: 关注国产 EDA 软件自主可控的华大九天、概伦电子、广立微和有望受益于 Chiplet 趋势的芯原股份等;

5) 消费类 IC: SoC 类建议关注受益于产品结构加速调整的恒玄科技、晶晨股份、瑞芯微、乐鑫科技、炬芯科技等。建议关注手机复苏和高端品类国产替代对卓胜微、韦尔股份、唯捷创芯、格科微、思特威、慧智微等公司的拉动, 同时建议关注 AI 智能终端新品的拉动;

6) 模拟芯片: 建议关注受益于消费类需求复苏的圣邦股份、艾为电子等, 建议关注具备新品突破逻辑和业绩增速相对较好的天德钰、龙迅股份等, 同时关注在收购上具有实质性动作的思瑞浦和纳芯微等;

7) 功率半导体: 考虑到前期中低端产品降幅较大, 建议关注受价格情况变化和 demand 复苏影响的新洁能、扬杰科技等, 建议关注受行业竞争格局变化影响的时代电气、斯达半导、宏微科技、东微半导、士兰微等;

8) MCU: 关注有望受益于未来需求复苏的兆易创新、芯海科技、峰岹科技、钜泉科技、中微半导、国芯科技等;

9) 存储芯片&模组&主控: 部分消费类存储价格有调整, 高端 DDR5、HBM 等价格持续上涨。关注受益于出货量持续改善的存储芯片厂商兆易创新、普冉股份、聚辰股份、东芯股份、恒烁股份等, 以及存储模组和主控厂商江波龙、佰维存储、朗科科技、德明利等;

10) 特种 IC: 行业景气度逐步触底, 各公司新品持续突破放量, 建议关注紫光国微、复旦微电、振华风光、振芯科技、臻镭科技、芯动联科等。

表 12: A/H 股半导体公司一览表 (截至 2 月 12 日)

类型	代码	公司	市值 (亿元)	24PE	25PE	PB	PS
设计	688041.SH	海光信息	3,279	171.45	117.55	16.09	40.08
设计	603501.SH	韦尔股份	1,645	50.39	37.09	6.78	6.53
设计	603986.SH	兆易创新	896	80.14	54.04	5.58	11.90
设计	688008.SH	澜起科技	829	60.71	40.28	3.27	24.19
设计	603893.SH	瑞芯微	775	149.38	102.12	21.87	26.92
设计	002049.SZ	紫光国微	558	33.02	25.28	4.26	9.81
设计	688608.SH	恒玄科技	456	117.04	78.08	7.03	13.82
设计	300782.SZ	卓胜微	515	76.80	52.47	3.22	11.47
设计	300661.SZ	圣邦股份	469	113.63	70.90	10.87	14.38
设计	603160.SH	汇顶科技	388	57.00	45.50	4.44	9.03
设计	002180.SZ	纳思达	395	30.25	22.63	3.71	1.53
设计	688728.SH	格科微	413	178.97	83.40	5.04	6.81
设计	688099.SH	晶晨股份	361	44.34	32.89	5.89	5.83
设计	688213.SH	思特威	379	93.19	48.69	9.17	6.75
设计	300223.SZ	北京君正	385	78.26	61.58	3.16	9.03
设计	688018.SH	乐鑫科技	293	84.74	63.76	13.31	15.07
设计	688220.SH	翱捷科技-U	345	-61.47	-117.26	5.84	10.18
设计	688375.SH	国博电子	300	58.76	46.45	4.75	12.42
设计	600171.SH	上海贝岭	288	107.93	95.74	0.00	11.56
设计	688385.SH	复旦微电	269	52.72	40.29	5.64	9.37
设计	688582.SH	芯动联科	242	103.97	74.28	10.54	66.74
设计	603290.SH	斯达半导	230	36.13	27.79	3.31	7.13
设计	688052.SH	纳芯微	235	-82.74	703.20	3.95	12.88
设计	688279.SH	峰岹科技	207	83.98	64.64	8.02	35.86
设计	688332.SH	中科蓝讯	163	54.28	41.38	4.14	9.80

类型	代码	公司	市值 (亿元)	24PE	25PE	PB	PS
设计	300613.SZ	富瀚微	163	62.88	50.78	5.82	9.37
设计	688141.SH	杰华特	166	-29.17	-95.95	8.02	10.46
设计	688153.SH	唯捷创芯-U	186	156.00	74.22	4.47	9.33
设计	605111.SH	新洁能	144	31.30	25.13	3.56	7.94
设计	688498.SH	源杰科技	120	221.63	86.92	5.58	50.70
设计	688536.SH	思瑞浦	139	-960.51	74.59	2.49	12.27
设计	688766.SH	普冉股份	117	41.34	32.35	5.24	6.41
设计	688110.SH	东芯股份	119	-149.31	125.30	3.52	20.04
设计	688123.SH	聚辰股份	115	36.80	24.28	5.06	11.18
设计	688107.SH	安路科技-U	122	-59.99	-82.07	9.81	18.42
设计	688252.SH	天德钰	106	42.17	30.81	4.86	5.34
设计	688439.SH	振华风光	101	20.86	16.68	1.97	9.54
设计	688486.SH	龙迅股份	128	89.93	60.68	8.46	28.77
设计	300053.SZ	欧比特	97	—	—	—	35.57
设计	300327.SZ	中颖电子	86	63.96	38.78	4.84	6.57
设计	688209.SH	英集芯	83	59.81	49.43	4.22	6.05
设计	688368.SH	晶丰明源	80	-2,192.60	74.49	5.81	5.53
设计	688270.SH	臻镭科技	80	114.65	58.82	4.34	32.91
设计	688049.SH	炬芯科技-U	77	81.80	60.03	4.14	12.44
设计	688508.SH	芯朋微	66	61.06	44.35	2.46	7.02
设计	603068.SH	博通集成	61	—	—	—	8.01
设计	688601.SH	力芯微	62	23.28	19.60	—	7.69
设计	688595.SH	芯海科技	59	—	—	7.19	8.54
设计	688512.SH	慧智微	57	—	—	3.16	11.06
设计	688381.SH	帝奥微	49	70.25	43.22	1.61	9.02
设计	688325.SH	赛微微电	45	—	—	—	11.95
设计	688286.SH	敏芯股份	41	-135.77	138.42	3.94	9.13
设计	688699.SH	明微电子	41	—	—	—	6.88
设计	688458.SH	美芯晟	41	—	—	—	10.68
设计	688391.SH	炬泉科技	36	24.84	17.88	1.78	6.04
设计	688061.SH	灿瑞科技	37	310.11	42.77	0.00	6.70
设计	688416.SH	恒烁股份	38	—	—	—	10.80
设计	688130.SH	晶华微	25	—	—	—	19.66
设备	002371.SZ	北方华创	2,214	38.52	28.44	7.35	8.16
设备	688012.SH	中微公司	1,226	69.56	49.88	6.27	16.69
设备	688082.SH	盛美上海	460	39.25	29.25	6.10	8.68
设备	300316.SZ	晶盛机电	419	9.79	8.98	2.24	2.17
设备	688361.SH	中科飞测	314	455.30	120.86	12.75	28.98
设备	300604.SZ	长川科技	299	56.67	37.38	9.41	8.86
设备	688200.SH	华峰测控	169	50.91	38.72	4.73	20.36
设备	600641.SH	万业企业	147	163.35	101.46	1.76	35.79
设备	301297.SZ	富乐德	149	119.06	86.03	9.77	19.92
设备	688001.SH	华兴原创	145	-30.21	79.24	4.34	8.52
设备	688502.SH	茂莱光学	146	314.37	235.78	12.05	29.21
设备	603283.SH	赛腾股份	130	—	—	4.25	3.06
设备	603690.SH	至纯科技	97	27.03	18.30	1.88	2.75
设备	301369.SZ	联动科技	40	—	—	—	13.25
设备	688419.SH	耐科装备	29	—	—	—	11.01
封测	002156.SZ	通富微电	463	—	—	3.14	2.03
封测	002185.SZ	华天科技	378	64.96	39.41	2.30	2.69
封测	601231.SH	环旭电子	382	21.46	16.47	2.15	0.65
封测	000021.SZ	深科技	321	—	—	—	2.22
封测	603005.SH	晶方科技	226	89.08	58.11	5.27	20.43

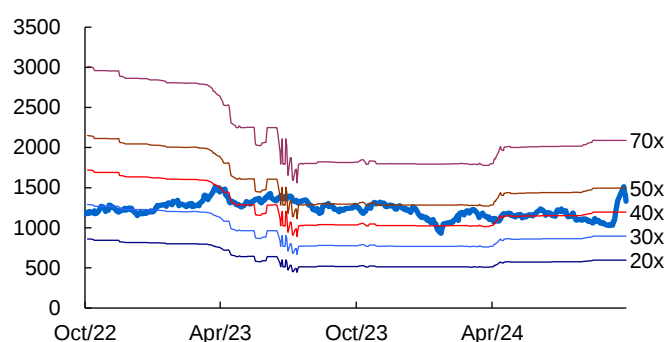
类型	代码	公司	市值 (亿元)	24PE	25PE	PB	PS
封测	002436.SZ	兴森科技	199	—	—	3.81	3.43
封测	600667.SH	太极实业	151	16.82	13.77	1.75	0.46
封测	688372.SH	伟测科技	87	68.13	39.32	3.35	8.79
封测	688403.SH	汇成股份	77	45.59	33.54	2.35	5.37
封测	688661.SH	和林微纳	51	82.56	47.84	—	10.27
封测	688135.SH	利扬芯片	46	—	—	—	9.54
封测	688216.SH	气派科技	24	-31.33	162.76	3.49	3.59
代工	688981.SH	中芯国际	4,717	215.73	163.25	5.60	14.91
代工	1347.HK	华虹半导体	537	—	—	0.92	3.41
代工	688249.SH	晶合集成	496	93.81	51.94	2.25	5.49
代工	688469.SH	中芯集成	346	-33.13	-67.20	2.90	5.71
存储	301308.SZ	江波龙	365	38.69	40.83	5.38	2.06
存储	688525.SH	佰维存储	275	65.61	41.10	11.25	4.11
材料	688126.SH	沪硅产业-U	510	2,816.94	220.91	3.13	15.43
材料	002129.SZ	中环股份	364	-5.88	21.74	1.04	1.21
材料	002409.SZ	雅克科技	293	30.10	22.70	3.80	4.40
材料	688234.SH	天岳先进-U	255	129.69	70.27	4.74	14.94
材料	300346.SZ	南大光电	226	70.05	54.61	8.52	9.59
材料	300395.SZ	菲利华	190	46.16	28.01	4.44	10.83
材料	688019.SH	安集科技	194	—	—	7.36	11.09
材料	605358.SH	立昂微	170	96.93	45.89	2.13	5.60
材料	002617.SZ	露笑科技	159	—	—	—	4.28
材料	603688.SH	石英股份	147	—	—	1.89	11.07
材料	300576.SZ	容大感光	148	—	—	—	16.21
材料	688432.SH	有研硅	143	49.51	41.10	—	13.83
材料	300236.SZ	上海新阳	120	61.23	47.18	2.83	8.41
材料	300398.SZ	飞凯材料	89	29.28	23.85	2.16	3.07
材料	688138.SH	清溢光电	76	40.39	30.68	4.89	6.89
材料	688535.SH	华海诚科	72	—	—	6.85	22.52
材料	603078.SH	江化微	70	55.02	40.98	4.06	6.37
材料	688268.SH	华特气体	56	27.14	20.30	2.89	3.98
材料	688401.SH	路维光电	55	31.44	23.02	3.67	6.85
材料	003026.SZ	中晶科技	43	102.38	79.90	0.00	9.98
材料	688233.SH	神工股份	41	82.81	27.09	2.26	14.36
材料	300706.SZ	阿石创	36	—	—	—	2.92
IDM	688396.SH	华润微	632	71.31	53.14	2.83	6.34
IDM	600703.SH	三安光电	613	59.79	34.74	1.56	3.88
IDM	3898.HK	时代电气	538	—	—	0.95	2.00
IDM	600745.SH	闻泰科技	456	44.65	18.50	1.22	0.64
IDM	600460.SH	士兰微	454	374.43	98.32	3.76	4.17
IDM	300623.SZ	捷捷微电	311	71.19	54.03	6.84	11.63
IDM	300373.SZ	扬杰科技	248	26.23	21.35	2.78	4.21
IDM	688172.SH	燕东微	255	-495.87	148.91	1.74	19.38
IDM	688002.SH	睿创微纳	252	39.89	28.89	4.66	5.99
IDM	300007.SZ	汉威科技	95	74.91	61.53	3.25	4.55
IDM	002079.SZ	苏州固锟	86	85.53	48.05	2.95	1.46
IDM	300046.SZ	台基股份	85	—	—	—	24.95
IDM	600360.SH	华微电子	50	—	—	—	2.38
IDM	688689.SH	银河微电	30	—	—	—	3.51
EDA/IP	301269.SZ	华大九天	640	484.48	267.43	13.10	64.60
EDA/IP	688521.SH	芯原股份	296	-73.89	2,532.57	12.90	13.44
EDA/IP	301095.SZ	广立微	114	85.10	57.62	3.46	29.83

资料来源：同花顺，招商证券

风险提示

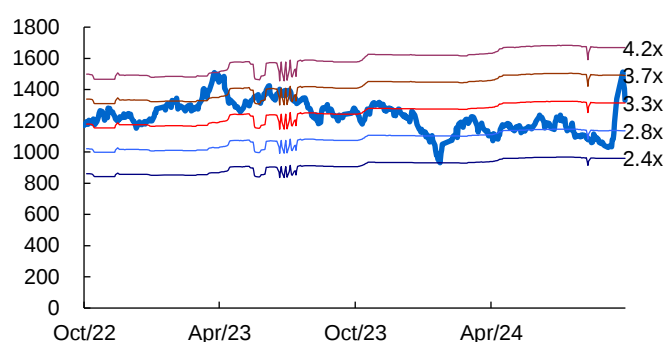
- 1) **终端需求不及预期。**当前消费类/汽车/工业等领域半导体客户库存去化较好，但需求复苏比较缓慢，假如整体需求回暖不及预期，半导体行业增速可能受到一定不利影响；
- 2) **半导体国产替代进程不及预期。**伴随美国数轮出口管制政策出台，国产替代迎来新契机，但假如国内半导体因产能、良率等受限，国产替代进程可能受到一定阻碍；
- 3) **行业竞争加剧。**在如功率、模拟、MCU 等偏成熟制程领域，由于下游需求复苏缓慢，叠加行业玩家增多，竞争有所加剧。假如行业竞争不能有效缓解，行业内玩家价格和盈利能力可能持续承压。

图 105: 电子行业历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 106: 电子行业历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《半导体行业深度跟踪报告—多维数据框架详解半导体产业链景气趋势》2021-03-01
- 2、《半导体行业月度跟踪报告—缺货涨价持续，行业景气度攀升》2021-04-01
- 3、《半导体行业月度跟踪报告—从海内外公司一季报详解半导体景气趋势》2021-05-06
- 4、《半导体行业月度跟踪报告—晶圆厂资本开支上行，关注设备和材料国产化机会》2021-06-01
- 5、《半导体行业月度深度跟踪—行业景气业绩兑现，关注 AIoT 智能化浪潮》2021-07-02
- 6、《半导体行业月度深度跟踪—海内外二季报印证行业高景气，设备与材料国产替代持续加速》2021-08-03
- 7、《半导体行业月度深度跟踪—缺货涨价结构性缓解，把握细分成长性赛道》2021-11-08
- 8、《半导体行业月度深度跟踪—产能紧张结构性缓解，关注汽车及服务器等半导体需求》2022-03-01
- 9、《半导体行业月度深度跟踪—需求结构性调整持续，关注疫情反复下供需变化》2022-04-08
- 10、《半导体行业月度深度跟踪—疫情多维冲击产业运行，关注后续复工复产进度》2022-05-05
- 11、《半导体行业月度深度跟踪—复工复产稳步推进，关注半导体供需边际改善》2022-06-03

- 12、《半导体行业月度深度跟踪—消费类去库存压力增大，关注汽车类等景气赛道》2022-07-03
- 13、《半导体行业月度深度跟踪—从海内外厂商二季报详解当前半导体景气趋势》2022-08-03
- 14、《半导体行业月度深度跟踪—国内外厂商中报深度复盘，关注结构性分化下的景气赛道》2022-09-05
- 15、《半导体行业月度深度跟踪—行业景气仍处下行通道，美国加大限制强化国产替代》2022-10-09
- 16、《半导体行业月度深度跟踪—国内外半导体三季报表现分化，整体景气下行趋势仍持续》2022-11-07
- 17、《半导体行业月度深度跟踪—关注需求和库存边际变化，静待行业景气拐点》2022-12-08
- 18、《半导体行业月度深度跟踪—景气下行逐步向上游设备传导，关注细分板块边际变化》2023-01-08
- 19、《半导体行业月度深度跟踪—国内外半导体全年业绩分化明显，关注行业景气复苏节奏》2023-02-05
- 20、《半导体行业月度深度跟踪—下游需求复苏仍待观察，关注新技术与热点主线》2023-03-06
- 21、《半导体行业月度深度跟踪—算力应用需求持续发酵，景气复苏和自主可控逻辑强化》2023-04-10
- 22、《半导体行业月度深度跟踪—国内公司 Q1 业绩普遍承压，关注 Q2 后续景气复苏节奏》2023-05-09
- 23、《半导体行业月度深度跟踪—Q2 市场景气未见明显好转，关注 AI 链和下半年复苏节奏》2023-06-12
- 24、《半导体行业月度深度跟踪—全球月度销售额筑底回升，关注 H2 产品创新和复苏节奏》2023-07-09
- 25、《半导体行业月度深度跟踪—海内外公司二季度表现分化，部分消费类下游望触底回暖》2023-08-06
- 26、《半导体行业月度深度跟踪—半导体月度销售额持续回暖，关注华为手机等新品浪潮》2023-09-14
- 27、《半导体行业月度深度跟踪—存储价格出现回暖迹象，关注华为和苹果等终端新品浪潮》2023-10-13
- 28、《半导体行业月度深度跟踪—需求回暖叠加库存改善，半导体产业链景气复苏趋势明显》2023-11-06
- 29、《半导体行业月度深度跟踪—AI 终端新品浪潮将至，2024 年全球半导体望重回增长》2023-12-12
- 30、《半导体行业月度深度跟踪—创新终端逐步发布上市，自主可控和景气复苏主线并行》2024-01-10
- 31、《半导体行业月度深度跟踪—AI 需求 2024 年增长持续，关注算力链条和景气复苏环节》2024-03-15
- 32、《半导体行业月度深度跟踪—关注英伟达新平台变化，把握景气趋势中 Q1 超预期板块》2024-04-09
- 33、《半导体行业月度深度跟踪—一季报景气边际改善，关注复苏持续性和结构性机会》2024-05-14

- 34、《半导体行业月度深度跟踪—大基金三期成立规模超前，关注算力发展和 AI 终端等新品浪潮》2024-06-07
- 35、《半导体行业月度深度跟踪—全球电子大厂持续发力 AI，关注科八条影响和 24Q2 业绩趋势》2024-07-08
- 36、《半导体行业月度深度跟踪—行业整体复苏周期长于预期，关注 AI 节奏变动和需求分化影响》2024-08-08
- 37、《半导体行业月度深度跟踪—国内外公司中报表现分化，关注下半年景气度持续性和新品浪潮》2024-09-05
- 38、《半导体行业月度深度跟踪—消费类新品渐入密集发布期，关注产业链拉货节奏和自主可控趋势》2024-10-14

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。